

永艺股份 (603600)

证券研究报告

2020 年 08 月 04 日

专业办公椅龙头，品类扩充&产能释放带来新增长

行业短期拐点：疫情加速居家办公渗透，居家办公椅需求显著增加，2020 年 4/5/6 月全国办公椅（海关编码 940130 可调高度的转动坐具）出口额为 18.18/21.13/24.72 亿元，同比分别增长 30%/23%/61%，1-6 月累计 95.74 亿元，同比增长 10%。**行业长期趋势：中国为椅业制造大国，国内龙头企业将受益于出口集中度提升&专业办公椅国内持续渗透。**全球办公家具市场规模约 514 亿美元，亚太地区占全球 47%的产值，以及 41%的消费市场。2019 年全球办公椅市场规模预计为 251 亿美元，欧美市场合计占 31.2%。**行业出口集中度提升趋势明显，并具备持续提升空间：**19 年我国办公椅出口额 192 亿元，17-19 CAGR10.3%，龙头永艺占 5.4%，考虑到国外销售渠道集中度高，国内企业出口集中度存在较大提升空间。

率先布局越南，卡位海外稀缺产能，跨境电商更待发力。全球产能布局：越南一期 2018 年底投产 2019 年出货，20 年快速放量，二期生产基地 2019 年布局，预计 2020 年 Q3 投产，2019 年罗马尼亚子公司成立，积极推进基地建设。**跨境电商业务拓展顺利，疫情影响海外消费购物需求从线下到线上转移，跨境电商业务或迎来发展机遇，跨境电商业务方面：**（1）制造端具备完整产业链；（2）销售端可通过自主品牌及 ODM 产品销售；（3）国内生产产品已获得国外市场认可，跨境电商为成熟产品在新渠道拓展。**办公椅和沙发收入规模持续提升，盈利能力提升，降本增效成果显著。**（1）办公椅收入与产销量持续提升，2019 年办公椅收入达 15.73 亿元，行业第一，销量 571 万套，2019 年办公椅单位总成本由 245 元/套降至 217 元/套，毛利率由 16.55%升至 21.22%。（2）2016-2018 年沙发收入规模与产销量持续提升，2019 年沙发收入 5.27 亿元，占 21.62%。

公司核心客户稳定，受益客户业务增长，持续开拓海外市场新客户，完善产能布局，外销规模有望持续扩大。2015-2019 年公司外销收入分别为 7.74/10.59/14.02/18.29/18.62 亿（+25.05%/36.83%/32.32%/30.47%/1.82%）。2016-2019 年前五大客户占 71.52%/66.63%/63.83%/59.82%，核心客户稳定，与全球多家专业知名采购商、零售商、品牌商长期战略合作，持续开拓新客户。受益客户业务增长，公司外销业务规模有望持续扩大。

深耕内销大客户，线上拓展电商平台与直播渠道，线下推动渠道建设。（1）2017-2019 年内销收入分别为 4.31/5.72/5.74 亿元（27.57%/33.01%/0.26%），2019 年内销毛利率达 23.43%，内销盈利水平显著提升。（2）大力发展内销 OBM 业务，拓展电商平台与直播渠道，不断加强天猫、京东等自营平台的产品建设，并与网易严选、小米有品等公司开展深度合作。2017-2019 年线上收入分别 2072/3690/5690 万元，毛利率分别 44.54%/43.74%/49.89%。（3）不断拓宽销售渠道，已为杭州 G20 峰会、华为、格力、小米、百度、网易、海康威视、顺丰等公司提供产品和服务。

盈利预测：预计公司 20/21/22 分别实现收入 30.13/36.27/46.15 亿元（22.96%/20.36%/27.26%），净利润 2.47/3.14/4.0 亿元（+36.5%/26.7%/27.2%），给予公司 2020 年合理 PE 范围 20-25 倍，目标价格区间 16.4-20.5 元，目标市值区间 49.5-61.9 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：贸易战疫情升级，汇率波动，原材料价格，新业务不及预期等；

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,411.08	2,450.48	3,013.04	3,626.50	4,614.93
增长率(%)	30.99	1.63	22.96	20.36	27.26
EBITDA(百万元)	218.64	336.62	317.40	401.70	508.84
净利润(百万元)	103.91	181.33	247.49	313.59	398.74
增长率(%)	3.71	74.50	36.49	26.71	27.15
EPS(元/股)	0.34	0.60	0.82	1.04	1.32
市盈率(P/E)	44.43	25.46	18.65	14.72	11.58
市净率(P/B)	3.93	3.74	3.61	3.60	3.43
市销率(P/S)	1.91	1.88	1.53	1.27	1.00
EV/EBITDA	8.05	9.82	13.18	10.46	8.27

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	15.2 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	302.54
流通 A 股股本(百万股)	301.81
A 股总市值(百万元)	4,598.66
流通 A 股市值(百万元)	4,587.50
每股净资产(元)	4.18
资产负债率(%)	31.45
一年内最高/最低(元)	16.82/9.00

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
刘佳昆	联系人
liujiakun@tfzq.com	
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄

扫码免费领取资料



、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

扫码加微信lax988988领取资料



更多免费教程: 英语学习, 技能提升, PS 教学, 投资赚钱, 音乐教程, 口才教学, 情商提升, 风水教学, 心理学, 摄影知识, 幼儿教育, 书法学习, 记忆力提升等等.....

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ: 167520299 或添加微信: 1131084518 (备注PDF)

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能, 理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课, 全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信: 1131084518

- 1、东方性经
 - 2、印度 17 式
 - 3、口交技巧 3 部
 - 4、港台性姿势 3 部
 - 5、365 性姿势 6 部
 - 6、泰国性爱密经 17 式
 - 7、花花公子性技巧 6 部
 - 8、阁楼艳星性技巧 7 部
 - 9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
 - 10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
 - 11、古代宫廷性保健系列 14 部
 - 12、汉唐宋元明清春宫图真人
 - 13、柔软性爱宝典 日本 9800 课
 - 14、李熙墨 3999 全套课
 - 15、妖精性爱课 2888
 - 16、李银河全套性课
 - 17、领统统性课
 - 18、德勇男性篇
 - 19、德勇男性篇
 - 20、缓慢性爱
 - 21、亚当多体位搭配篇
 - 22、亚当多体位结合篇
 - 23、德勇克服早泄讲座练习
 - 24、德勇以女性为中心得爱抚
 - 25、加藤鹰接吻爱抚舌技
 - 26、加藤鹰指技
 - 27、加藤鹰四十八手入门
 - 28、佐藤潮吹教学
 - 29、佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
 - 30、佐藤男人早泄对抗训练
 - 31、阿拉伯延时训练
 32. 田渊正浩秘籍
 33. 异性性快感集中训练教学
 34. 自我愉悦锻炼密宗
 35. 铁牛全套延时训练课
 36. Pc 机锻炼真人视频教学
 37. 印度性经全集 8 部
 38. 21 世纪性爱指南
 39. 香蕉大叔男女训练馆全套
 40. 中美真人性治疗教学+理论
 41. 女性闺房秘术
 42. 幸福玛利亚性课
 43. 陈见如何释放性魅力征服
 44. 性爱技巧讲座全套
 45. 性爱秘籍全套
 46. 性爱误区讲座
 47. 性病讲解大全
 48. 性博士讲座合集
 49. 性健康和性高潮合集
 50. 性教育讲座合集
 51. 性能力课堂合集
 52. 性生活问题解析合集
 53. 意外怀孕和避孕处理课堂
 54. 性感地带探索
 55. 性技巧讲座
 56. 性健康与性卫生讲座
 57. 性生活专家答疑
 58. 性心理与性道德合集
 59. 性爱宝典合集
 60. 性爱技巧合集
 61. 完美性爱演示
 62. 完美性爱技术讲解
- 更多精品等你来解锁哦.....

内容目录

1. 专业办公椅赛道优质，出口集中度提升空间大	6
1.1. 全球办公椅市场规模多大？	6
1.1.1. 全球办公家具市场规模约 514 亿美元，亚太占全球产值 47%和消费的 41%	6
1.1.2. 全球办公椅市场 236 亿美元，欧美为主要消费市场	6
1.2. 中国为椅业制造大国，欧美零售市场集中度高	7
1.2.1. 制造端优势强，办公椅出口在美国、德国、日本占比较高	7
1.3. 国内椅业出口集中度还有多少提升空间？	9
1.3.1. 办公椅在欧美市场竞争格局	9
1.3.2. 中国也为全球办公椅主要消费市场，市场规模约为 282 亿元	9
2. 专业座椅领军企业，深耕细分赛道近二十年	10
2.1. 细分领域龙头，人机工程座椅领跑者	10
2.2. 股权结构稳定	11
2.3. 以外销 2B 为主，品类逐步丰富	11
2.4. 整合下游产业链，制造端成本逐步优化	13
3. 乘居家办公行业东风，卡位海外稀缺产能，跨境电商更待发力	14
3.1. 行业需求边际变化：疫情影响下办公椅出口单月同比环比显著增长	14
3.2. 率先布局越南基地，稀缺产能卡位优势凸显	16
3.2.1. 贸易战背景下海外产能稀缺	16
3.2.2. 国内产能：逐步扩大产能规模，提高智能化制造水平	17
3.3. 积极开拓自主品牌跨境电商业务	17
4. 品类：办公椅规模第一，逐步外延拓展	18
4.1. 国内办公椅行业规模第一，收入持续提升	18
4.2. 沙发品类方面主要定位于功能沙发领域	19
4.3. 研发能力业内领先，技术能力牢固扎实	21
5. 渠道：外销业务稳健发展，内销业务持续发力	23
5.1. 外销：绑定核心大客户，受益大客户业务增长	23
5.1.1. 海外业务：外销收入稳步增长，盈利能力回升	23
5.1.2. 海外渠道：持续深耕海外大客户，受益大客户业务增长	24
5.2. 内销：线上线下相结合，自主品牌盈利能力增强	25
5.2.1. 内销业务快速增长，盈利水平显著提升	25
5.2.2. 线上业务：拓展电商平台与直播渠道，助力内销 OBM 业务发展	26
5.2.3. 线下业务：深耕大客户，拓宽经销渠道	26
6. 总结与投资建议	27
6.1. 总结	27
6.2. 盈利预测	27
6.3. 风险提示	29

图表目录

图 1: 2015-2019 全球办公家具消费规模 (单位: 十亿美元)	6
图 2: 2019 年办公家具区域消费占比	6
图 3: 2019 年办公家具区域产量占比	6
图 4: 2019 年主要国家办公家具产值 (单位: 亿美元)	6
图 5: 2018-2020 年全球办公椅行业规模 (单位: 亿美元)	7
图 6: 2019 年全球主要市场办公椅规模 (单位: 亿美元)	7
图 7: 全球各区域办公椅市场规模 (单位: 亿美元)	7
图 8: 全球各市场所占比重 (单位: %)	7
图 9: 欧洲办公椅市场规模 (单位: 亿美元)	7
图 10: 美国办公椅市场规模 (单位: 亿美元)	7
图 11: 2017-2020 年我国办公椅出口额及增速 (万元)	8
图 12: 2017-2020 年我国办公椅出口平均单价	8
图 13: 2018-2020 年三大出口国平均单价 (单位: 元/件)	8
图 14: 2018-2020 年三大出口国出口个数 (单位: 件)	8
图 15: 2018-2020 年我国办公椅出口三大出口国购买额占比	8
图 16: 2018-2020 年三大出口国的购买额 (单位: 万元)	8
图 17: 2011-2019 年出口份额占比 (%)	9
图 18: 2017 年美国软体市场沙发市场渠道占比 (%)	9
图 19: 2012-2018 年我国办公椅行业规模 (亿元) 及增速	10
图 20: 2010-2019 年我国办公楼销售额 (亿元)	10
图 21: 2017 年北美办公椅消费占比	10
图 22: 2017 年中国办公椅消费占比	10
图 23: 公司发展历程	11
图 24: 公司股权结构 (截至 2020 年 7 月 18 日)	11
图 25: 2011-2019 年公司营业收入及增长率	12
图 26: 2011-2019 年公司归母净利润及增长率	12
图 27: 2011-2019 年公司各产品营业收入 (百万元)	12
图 28: 2011-2019 年公司各产品营业收入占比	12
图 29: 2012-2019 年公司主要产品收入增长率	12
图 30: 2012-2019 年公司主要产品毛利率	12
图 31: 2011-2019 年公司内销与外销收入 (百万元)	13
图 32: 2011-2019 年公司内销与外销收入增长率	13
图 33: 2011-2019 年公司销售毛利率/销售净利率/期间费用率	13
图 34: 2011-2019 年公司主要产品毛利率	13
图 35: 永艺股份 2016-2019 年材料/人工/制造成本占营收比重	14
图 36: 恒林股份 2016-2019 年材料/人工/制造成本占营收比重	14
图 37: 公司价值链示意图	14
图 38: 2018-2020 年 6 月办公椅出口额 (万元)	15
图 39: 2018-2020 年我国办公椅出口额单月同比及环比增速	15

图 40: 员工办公环境偏好	15
图 41: 不同年龄段对办公环境要素的偏好	16
图 42: 不同性别对办公环境要素的偏好	16
图 43: 公司主要产品	18
图 44: 2015-2019 年办公椅收入与增长率	18
图 45: 2015-2019 年办公椅产量/销量/销量增长率	18
图 46: 2015-2019 年办公椅销售价格/单位成本/毛利率	18
图 47: 2015-2019 年办公椅单位材料成本/人工费用/制造费用	18
图 48: 2016-2019 年永艺股份与恒林股份办公椅销量	19
图 49: 2016-2019 年永艺股份与恒林股份办公椅平均单价	19
图 50: 2015-2019 年沙发收入与增长率	19
图 51: 2015-2019 年沙发产量/销量/销量增长率	19
图 52: 2015-2019 年沙发销售价格/单位成本/毛利率	20
图 53: 2015-2019 年沙发单位材料成本/人工费用/制造费用	20
图 54: 2016-2019 年永艺股份与恒林股份沙发销量	20
图 55: 2016-2019 年永艺股份与恒林股份沙发平均单价	20
图 56: 2015-2019 年公司研发费用与研发费用占销售收入比重	21
图 57: 同行业公司 2019 年研发费用占营业收入比重	21
图 58: 永艺人体工学椅 MELLET	22
图 59: 【吴晓波推荐款】永艺电脑椅	22
图 60: 公司保护腰颈, 高端人体工学办公椅	22
图 61: 公司【丁磊直播款】多功能人体工学转椅	22
图 62: 公司全渠道销售模式	23
图 63: 2011-2019 年公司外销收入及增长率	23
图 64: 2011-2019 年公司外销毛利率	23
图 65: 2016-2019 年公司前五大客户销售额及增长率	24
图 66: 2016-2019 年公司前五大客户销售额占比	24
图 67: 公司与全球行业龙头建立战略合作关系	24
图 68: 2011-2019 年公司内销收入与增长率	25
图 69: 2011-2019 年公司内销毛利率	25
图 70: 2017-2019 年公司线上销售收入及增长率	26
图 71: 2017-2019 年公司线上销售毛利率	26
图 72: 公司 2017-2019 年经销商数量 (家)	26
表 1: 国外品牌信息	9
表 2: 国外企业居家办公时间计划及办公用品补贴	15
表 3: 公司海外产能布局	16
表 4: 国内其他办公椅企业越南产能布局	17
表 5: 公司国内产能项目投资情况	17

表 6：跨境电商业务模式简单划分	17
表 7：公司 2019 年度新产品	21
表 8：公司研发中心、资质认证和荣誉情况.....	22
表 9： 公司核心客户情况	24
表 10：公司 2019 年新开拓客户	25
表 11：分品类收入拆分表（单位：百万元）	28
表 12：可比公司估值情况	29

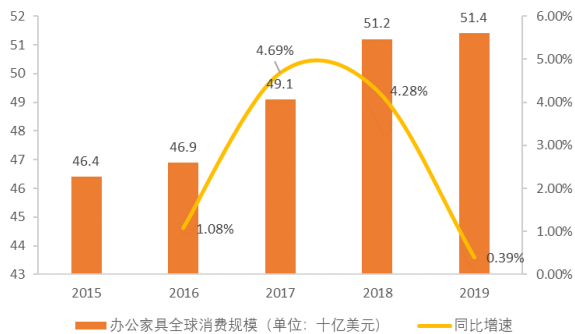
1. 专业办公椅赛道优质，出口集中度提升空间大

1.1. 全球办公椅市场规模多大？

1.1.1. 全球办公家具市场规模约 514 亿美元，亚太占全球产值 47%和消费的 41%

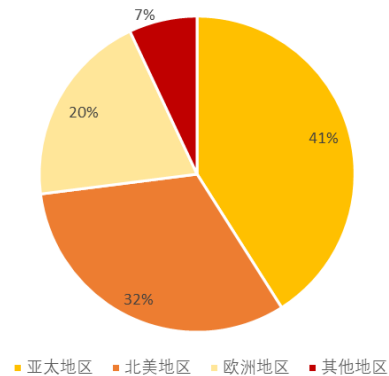
全球办公家具规模稳步提升，亚太与北美地区为消费与增长主力。根据 CSIL 的数据，全球办公家具消费规模从 2015 年的 464 亿美元上升到了 2019 年的 514 亿美元，期间 CAGR 达到了 2.59%。亚太和北美分别占全球规模的 41%和 32%。其中，亚太地区的消费额从 2013 年的 180 亿元上升到了 2019 年的 210 亿元，期间 CAGR 达到了 2.60%。

图 1：2015-2019 全球办公家具消费规模（单位：十亿美元）



资料来源：CSIL、Wind、天风证券研究所

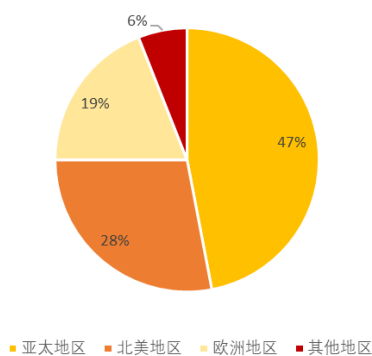
图 2：2019 年办公家具区域消费占比



资料来源：CSIL、Wind、天风证券研究所

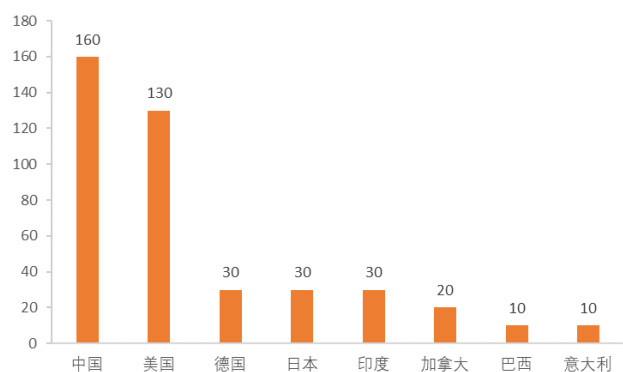
亚太地区产值占到世界的 47%，消费占全球的 41%，亚太地区是世界办公家具的主要消费、生产和出口地。2019 年全球办公家具总产值达到了 530 亿美元，亚太地区是世界上最大的办公家具生产区，占总量比为 47%；北美排名第二，占比 28%；第三是欧洲，占比 19%；其他地区仅占 6%。进一步细分到国家，办公家具产量高度集中，最大的 8 个生产国约占总产量的 78%。其中，中国（160 亿美元）、美国（130 亿美元）、德国/日本/印度（30 亿美元）、加拿大（20 亿美元）为世界上最大的生产国，集中在亚太与北美地区。

图 3：2019 年办公家具区域产量占比



资料来源：CSIL、Wind、天风证券研究所

图 4：2019 年主要国家办公家具产值（单位：亿美元）



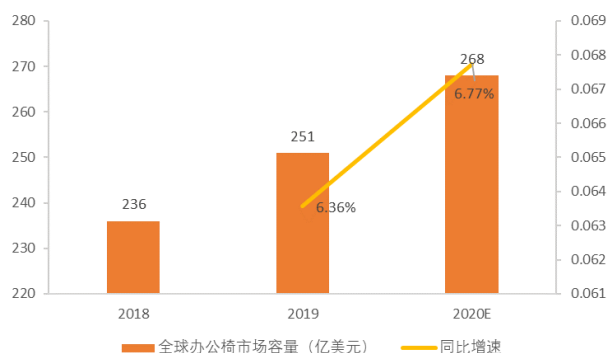
资料来源：CSIL、Wind、天风证券研究所

1.1.2. 全球办公椅市场 236 亿美元，欧美为主要消费市场

全球办公椅市场增长稳定，13-19 年 CAGR 达到 7.03%。根据 CSIL 数据，预计 2019 年全球办公椅市场容量为 251 亿美元。欧美市场是全球办公椅主要市场，合计占比 31.2%。全球办公椅市场区域集中度较高，美国和欧洲是全球第一和第三大市场，2019 年美国市场占比为 18.13%，市场规模为 45.5 亿美元，同比增长 5.08%；欧洲市场占比为 13.07%，市场规模为 32.8 亿美元，相比于去年增速为 1.8%，2019 年欧美市场规模合计占总市场的 31.2%，

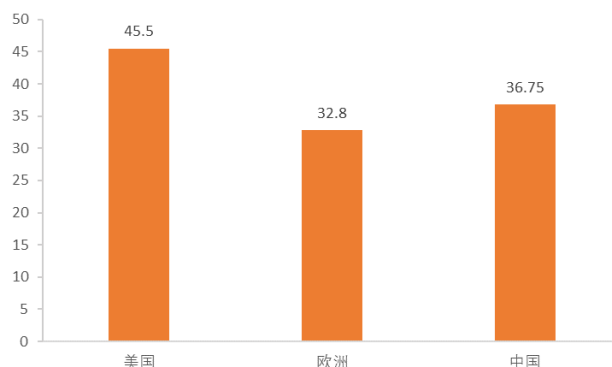
欧美也是我国办公椅企业主要的出口市场。

图 5：2018-2020 年全球办公椅行业规模（单位：亿美元）



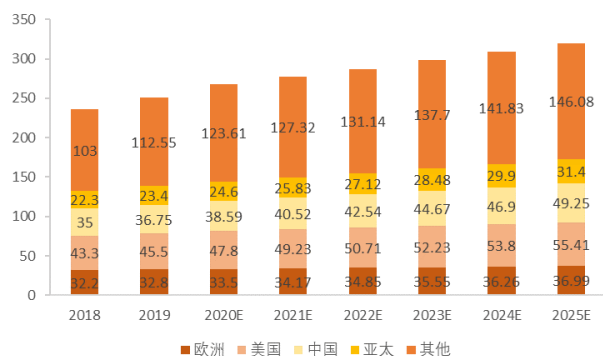
资料来源：CSIL、Wind、天风证券研究所

图 6：2019 年全球主要市场办公椅规模（单位：亿美元）



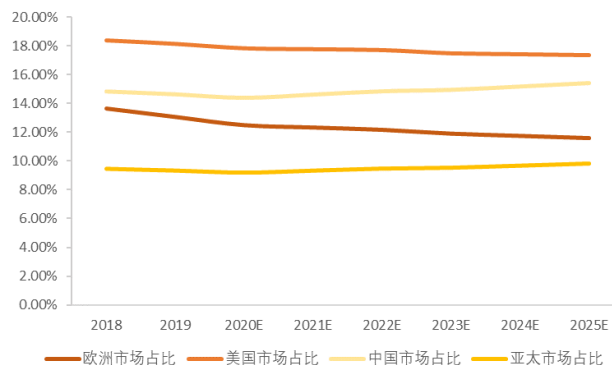
资料来源：CSIL、Wind、宇博智业、天风证券研究所

图 7：全球各区域办公椅市场规模（单位：亿美元）



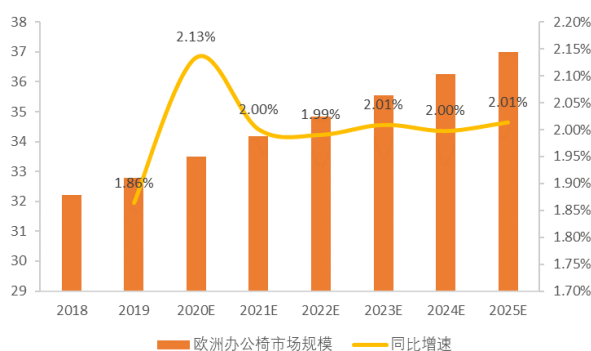
资料来源：宇博智业，CSIL，天风证券研究所

图 8：全球各市场所占比重（单位：%）



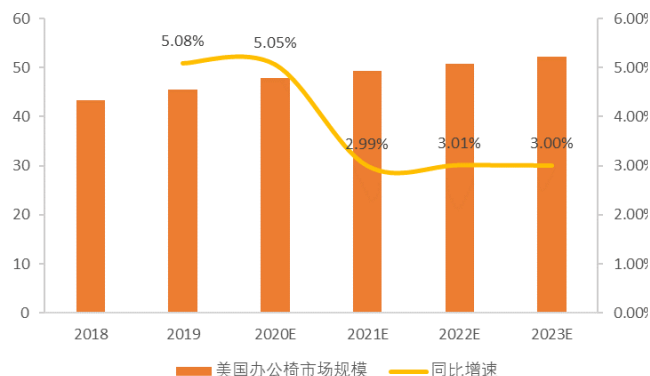
资料来源：宇博智业，CSIL，天风证券研究所

图 9：欧洲办公椅市场规模（单位：亿美元）



资料来源：宇博智业，CSIL，天风证券研究所

图 10：美国办公椅市场规模（单位：亿美元）



资料来源：宇博智业，CSIL，天风证券研究所

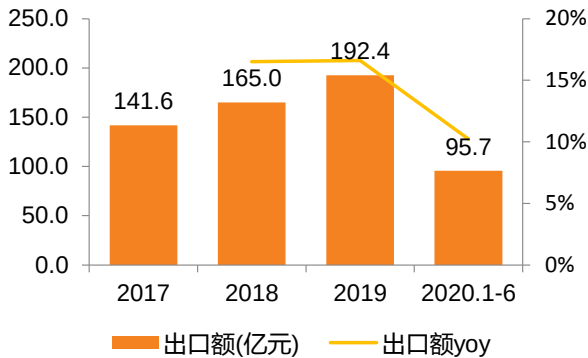
1.2. 中国为椅业制造大国，欧美零售市场集中度高

1.2.1. 制造端优势强，办公椅出口在美国、德国、日本占比较高

2017-2019 年中国办公椅出口额（海关编码：940130，可调高度的转动坐具）增长速度较快，量价齐升，从 2017 年度的 141.63 亿人民币上升到了 2019 年 192.44 亿人民币，

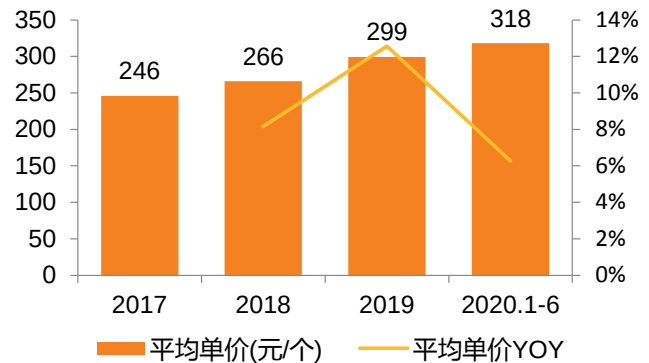
期间 CAGR 为 16.57%，出口可调高度的转动办公椅的平均单价由 2017 年的 245.9 元上升到了 2019 年的 299 元，CAGR 为 10.34%。

图 11：2017-2020 年我国办公椅出口额及增速（万元）



资料来源：海关统计数据在线查询平台，海关编码：940130，可调高度的转动坐具，天风证券研究所

图 12：2017-2020 年我国办公椅出口平均单价

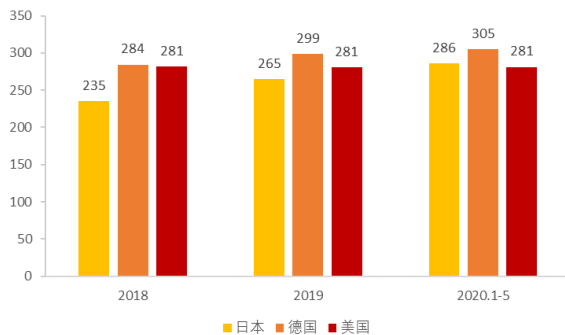


资料来源：海关统计数据在线查询平台，海关编码：940130，可调高度的转动坐具，天风证券研究所

美国、日本、德国是国内办公椅主要出口国家。近年来美国一直是我国最大的办公椅出口国，占比均在 25% 以上，而德国和日本分列 2-3 位，占比在 4%-7% 之间。美国、日本、德国 2020 年 1-5 月出口额占比分别为 26.01%、6.89%、5.66%，近年出口额三国相对平稳，2020 年日本的占比上升了 2.2pct 超过德国。

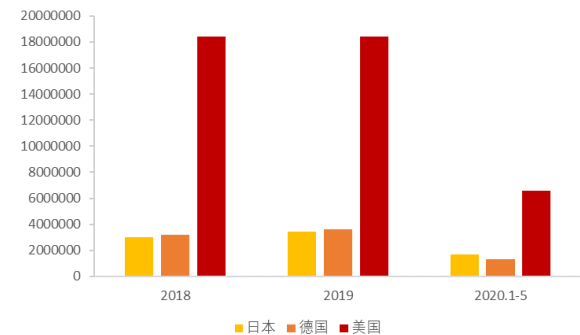
出口办公椅从平均单价角度：德国一直是三国之中办公椅进口平均单价最高的国家，在 2020 年达到了 305 元/件，而日本的单价也在今年达到了 286 元/件，超过了美国的 281 元/件，中国对美国出口量大占比高，单价从 2018 年以来一直稳定在 281 元/件。

图 13：2018-2020 年三大出口国平均单价（单位：元/件）



资料来源：海关统计数据在线查询平台，2020 年数据为 1-5 月累计，天风证券研究所

图 14：2018-2020 年三大出口国出口个数（单位：件）



资料来源：海关统计数据在线查询平台，天风证券研究所

图 15：2018-2020 年我国办公椅出口三大出口国购买额占比

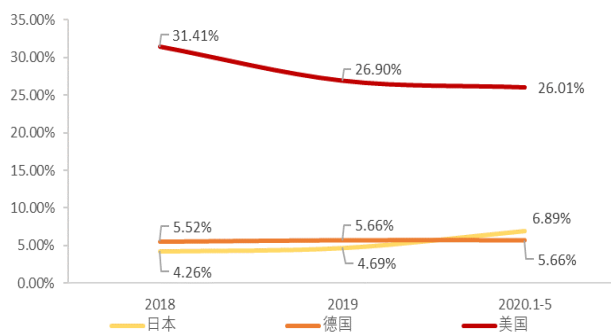
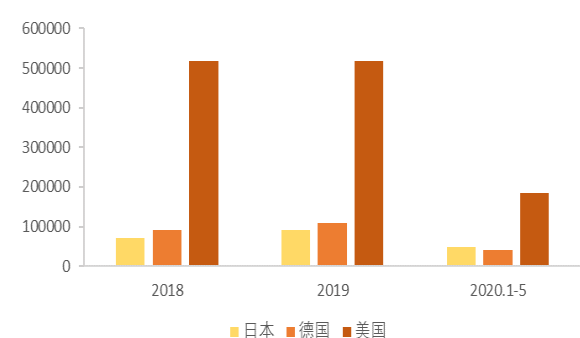


图 16：2018-2020 年三大出口国的购买额（单位：万元）



资料来源：海关统计数据在线查询平台，天风证券研究所

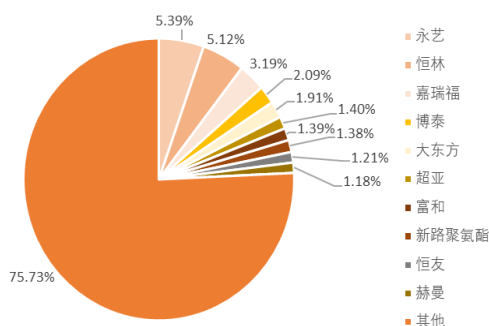
资料来源：海关统计数据在线查询平台，天风证券研究所

1.3. 国内椅业出口集中度还有多少提升空间？

中国是主要的办公椅出口国，行业竞争格局分散。我国凭借劳动力资源丰富、产业链完整的优势成为全球重要的家具生产基地，细分品类方面，我国也是全球主要的健康坐具生产国和出口国之一，其中办公椅（海关编码：940130，可调高度的转动坐具）2019 年出口额达到 27.88 亿美元，龙头企业永艺股份占比仅为 5.39%。

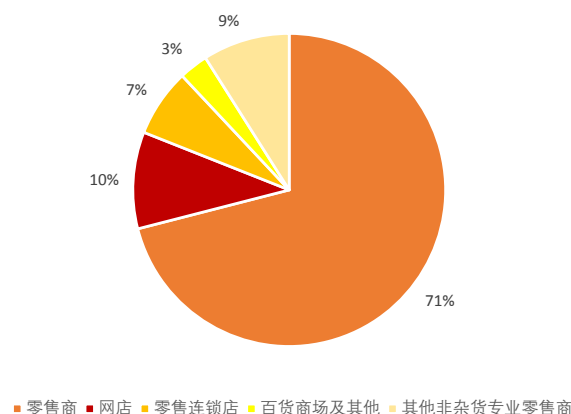
出口集中度提升是必然趋势：（1）美国、德国、日本是我国主要的出口国，美国市场集中度高，市场更为成熟，出口企业或持续受益于海外市场集中度提升。（2）国内企业达到一定规模后，产业链逐步优化，制造端规模优势会明显，有利于加速行业整合，龙头市场份额加速提升。

图 17： 2011-2019 年出口份额占比（%）



资料来源：公司介绍 PPT，天风证券研究所

图 18： 2017 年美国软体市场沙发市场渠道占比（%）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

1.3.1. 办公椅在欧美市场竞争格局

国外办公椅市场较为成熟，品牌众多，集中度高。由于国外发达国家商业化较为成熟，如美、日、欧都有成熟的传统制造业和商业，办公行业发展至今品牌众多，且多重视简约和使用体验。根据 CSIL 数据显示，2018 年中国出口的办公椅占美国该种类进口量的 66.33%，占德国进口量的 43.9%，占日本总进口量的 65.40%。在 2017 年美国办公家具行业市场中，CR10 达到了 81%，CR3（Steelcase, Herman Miller 和 Haworth）达到了 42%。

表 1：国外品牌信息

品牌名称	国家	产品特性
Steelcase	美国	Steelcase 是世界办公家具行业龙头，2019 年营收 34.43 亿美元，全球最高。公司提供一系列建筑、家具和科技产品与服务，创造卓越非凡的崭新体验。
Vitra	瑞士	Vitra2017 年营收 4.75 亿欧元，全欧第一。瑞士高端办公家具品牌，简化设计，去掉了复杂的杠杆，提供舒适的使用体验。
Kinnarps	瑞典	Kinnarps2017 年营收 4.32 亿欧元，全欧第二，雇员超过 2000 名，市场遍布 40 个国家。拥有完善的供应链，包含了上百个从配送到组装的工作站。
Herman Miller	美国	Herman Miller2019 年营收 25.67 亿美元，全球第二。产品将人体工学运用到椅子设计中，主打舒适性。
Haworth	美国	Haworth 2017 年营收 16.73 亿欧元，全球第三。海沃氏 Zody 系列人体工学椅以科学为基础，为人类提供健康和舒适坐感体验。

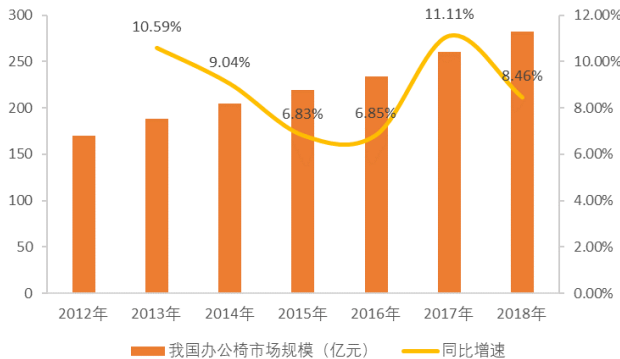
资料来源：Officerepublic, Steelcase 官网, Kinnarps 官网, 普象网, 蒙恩莎家具, 天风证券研究所

1.3.2. 中国也为全球办公椅主要消费市场，市场规模约为 282 亿元

2018 年我国办公椅市场规模高达 282 亿元人民币，较上年增长 8.46%，近 6 年的 CAGR 为

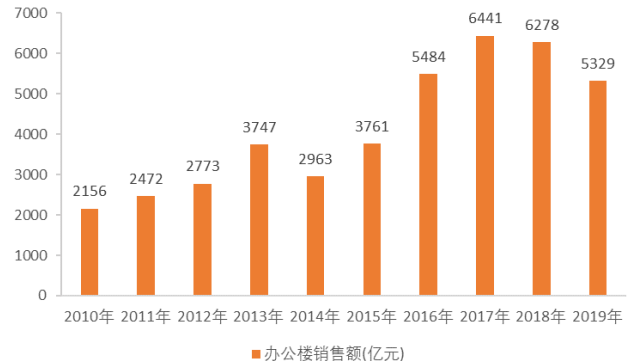
8.80%，市场增速较快。2016 年以来办公楼销售额显著增长，考虑到办公楼销售和办公家具的置办存在一定的时滞性，我们认为国内行业增长依旧具备潜力。另外，2017 年我国的办公椅占办公用品比重为 10%，对比北美办公椅 28% 的占比，办公椅在国内市场渗透依旧存在较大提升空间。

图 19：2012-2018 年我国办公椅行业规模（亿元）及增速



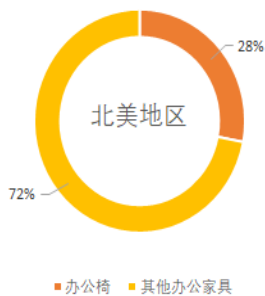
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2010-2019 年我国办公楼销售额（亿元）



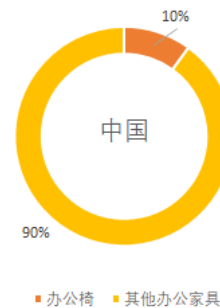
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 21：2017 年北美办公椅消费占比



资料来源：前瞻数据研究院，天风证券研究所

图 22：2017 年中国办公椅消费占比



资料来源：前瞻数据研究院，天风证券研究所

2. 专业座椅领军企业，深耕细分赛道近二十年

2.1. 细分领域龙头，人机工程座椅领跑者

永艺家具股份有限公司是一家专业研发、生产和销售座椅的企业，主要产品包括办公椅、沙发、休闲椅、按摩椅椅身及功能座椅配件等，公司成立于 2001 年，专注于座椅行业，致力于为客户提供舒适、专业的座椅产品，经营模式以 ODM 出口为主，并大力加大研发投入，推进 OBM 业务发展。

- **单一品类向多品类、单一客户向多客户，海外市场逐步打开。**2004-2006 年，公司逐渐完成从单一客户向多客户的转变，不断开拓海外市场，客户遍及全球 60 多个国家，为全球头部家具零售、高端办公椅零售商提供产品，与全球著名品牌 HON（美国）、AIS（美国）、Global（加拿大）、Okamura（日本）、（IKEA）宜家、Staples、Office Depot，加拿大最大的采购商之一 Performance，日本最大的家居零售商 NITORI，俄罗斯最大的采购商之一 Bureaucrat 等全球知名采购商、零售商、品牌商建立了长期战略合作关系；
- **专注于专业座椅，重视研发投入。**2007-2009 年，公司持续加大研发投入，建设技术

中心与研究院，转向研发推动发展；2010-2012 年，公司全面启动大规模精益生产，实现了生产制造由机器换人的转变；

- **2015 年在上交所上市，为国内首家 A 股上市的座椅企业。**2015 年公司作为国内首家座椅企业成功上市 A 股；2018 年，在贸易战加剧的大背景下，公司开始海外产能布局，越南一期产能正快速放量，二期产能加快建设、预计 2020 年三季度投产，罗马尼亚产能布局更有望加速欧美市场拓展；2019 年以来，公司整合优化价值链，坚持降本增效初显成效。

我们认为，公司多年技术夯实已逐步体现，公司在椅业细分赛道龙头地位稳固，随着功能沙发、电竞椅等新领域的拓展完成，以及全球产能布局的逐步落地和北美、欧洲、亚洲三大市场逐渐完善，公司将进入新的增长阶段。

图 23：公司发展历程



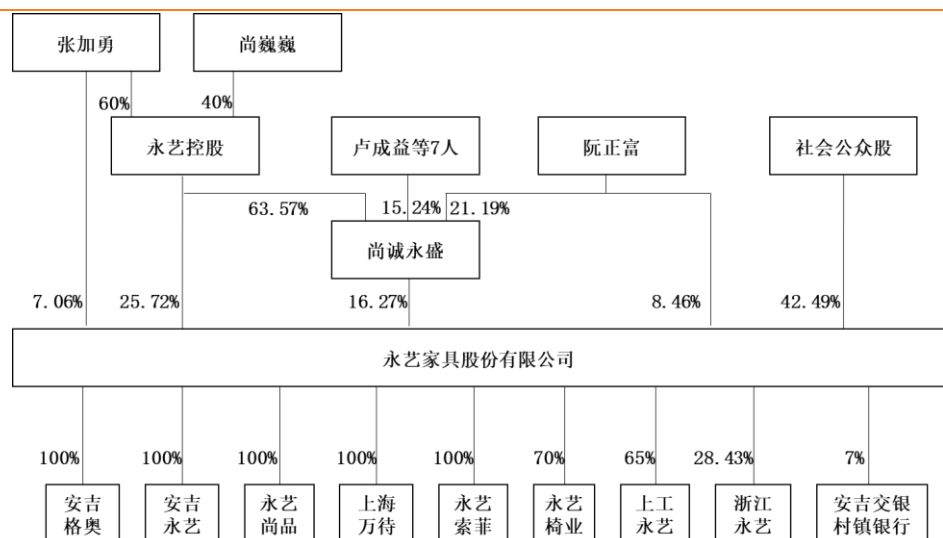
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 股权结构稳定

公司实际控制人为张加勇、尚巍巍夫妇，公司董事长、实际控制人张加勇先生直接持有 7.06% 的公司股份，并与尚巍巍通过永艺控股、尚诚永盛间接持有 36.06% 的公司股份，合计控制公司 49.05% 的表决权，股权结构集中。

2018-2019 年，公司董事长、实际控制人张加勇先生共计增持 307.69 万股公司股票，公司大股东阮正富 2019 年共计增持 29.09 万股公司股票，彰显对公司未来发展信心。公司为中国办公椅行业标准（QB/T2280-2007）起草单位之一，公司董事长兼总经理张加勇先生和开发部经理程军先生为起草人。

图 24：公司股权结构（截至 2020 年 7 月 18 日）



资料来源：WIND，天风证券研究所

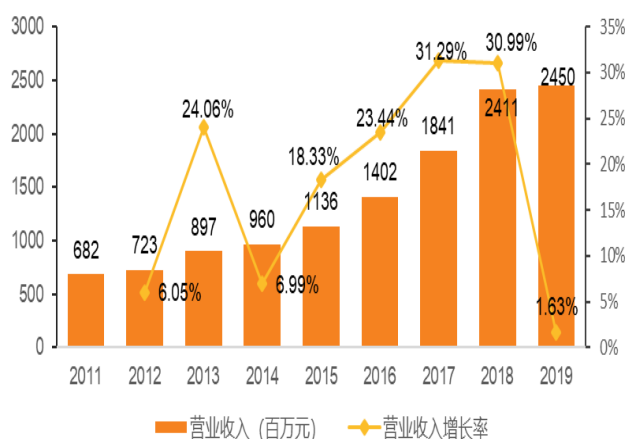
2.3. 以外销 2B 为主，品类逐步丰富

营业收入每年稳定增长，2019 年归母净利润显著回升。2019 年实现营业收入 24.5 亿元，

同比增长 1.63%，实现归母净利润 1.81 亿元，同比大幅增长 74.16%。2015-2019 年营业收入分别为 11.36/14.02/18.41/24.11/24.5 亿元，公司收入规模增长稳健。

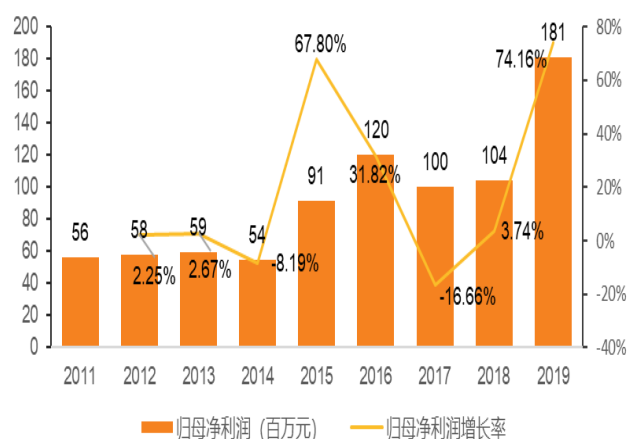
2015-2019 年公司归属于母公司股东的净利润分别为 0.91/1.2/1.04/1.81 亿元，同比分别增长 67.8%/31.82%/-16.66%/3.74%/74.16%，17、18 年公司利润额受人民币汇率、贸易战短期影响、原材料价格大幅上涨（短期影响）等因素影响有所波动，2019 年归母净利润显著增长，主要是因为前期短期影响消退，低基数及供应链优化整合降本增效等措施成效明显所致。

图 25：2011-2019 年公司营业收入及增长率



资料来源：WIND, 天风证券研究所

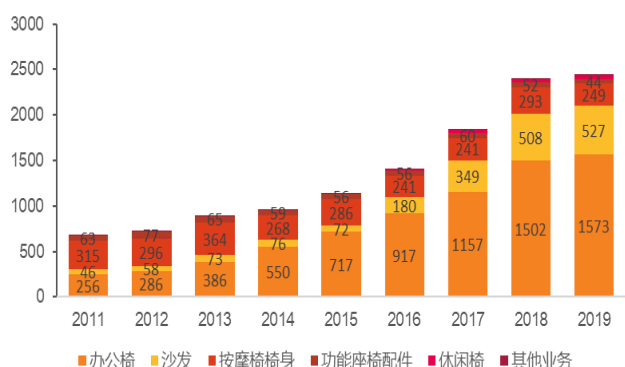
图 26：2011-2019 年公司归母净利润及增长率



资料来源：WIND, 天风证券研究所

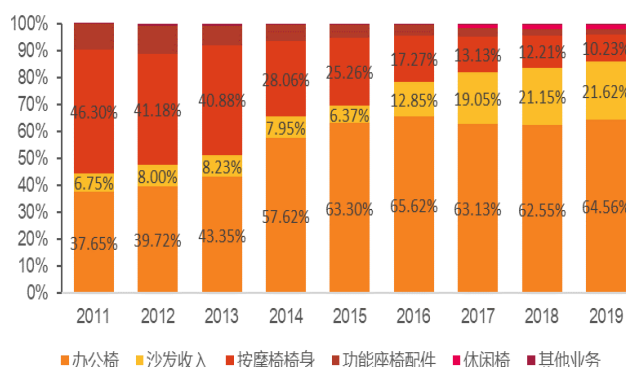
两大优势产品增长态势良好，近年沙发占比显著提升。2019 年公司办公椅销售收入为 15.73 亿元，占主营业务收入的 64.56%，沙发产品销售收入为 5.27 亿元，占主营业务收入的 21.62%。2015-2019 年办公椅收入增速分别为 30.28%/27.89%/26.19%/29.86%/4.72%，2015-2019 年公司沙发收入增速分别为 -5.07%/14.9%/94.43%/45.52%/3.71%，**两大优势产品的收入长期保持良好增长态势**。相比之下，公司办公椅业务成熟，收入增速相对稳健，17 年以来沙发收入增速幅度较大，占比快速提升，2015-2019 年沙发收入占比从 6.37% 增长至 21.62%。

图 27：2011-2019 年公司各产品营业收入（百万元）



资料来源：WIND, 天风证券研究所

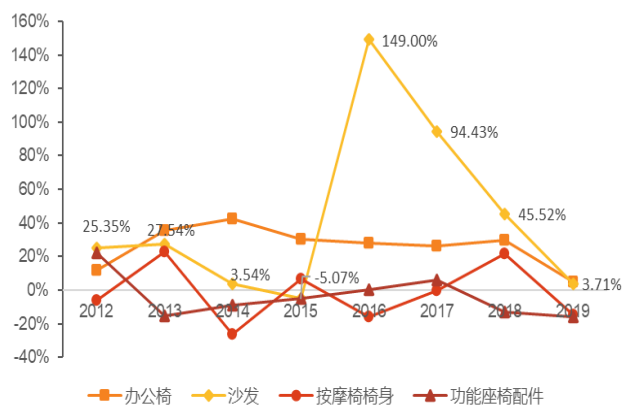
图 28：2011-2019 年公司各产品营业收入占比



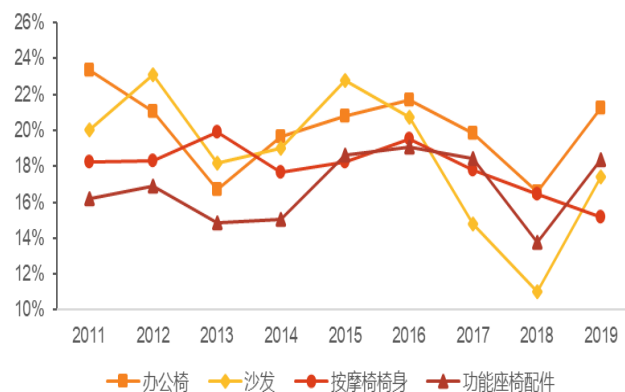
资料来源：WIND, 天风证券研究所

图 29：2012-2019 年公司主要产品收入增长率

图 30：2012-2019 年公司主要产品毛利率



资料来源: WIND,天风证券研究所

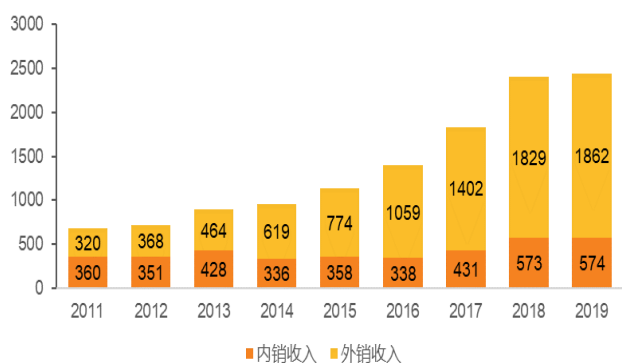


资料来源: WIND,天风证券研究所

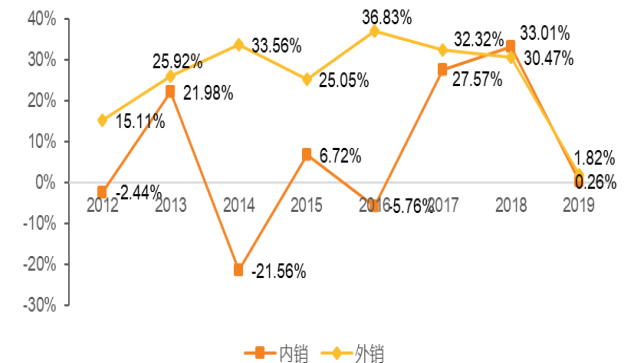
境外销售占比高达 76%，外销为主内销为辅。2019 年公司产品境外销售收入达 18.62 亿元，占比 76.43%，境内销售收入 5.74 亿元，占比 23.57%。2012-2019 年外销收入增长率分别为 15.11%/25.92%/33.56%/25.05%/36.83%/32.32%/30.47%/1.82%，外销收入增速均维持在较高水平，内销增速于 17、18 年显著增长，分别同比增长 27.6%/33.01%。

图 31: 2011-2019 年公司内销与外销收入（百万元）

图 32: 2011-2019 年公司内销与外销收入增长率



资料来源: WIND,天风证券研究所



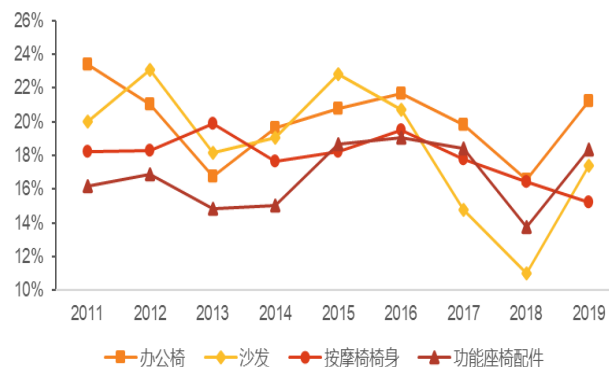
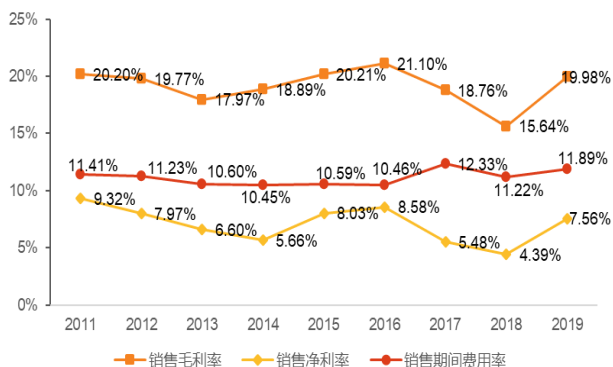
资料来源: WIND,天风证券研究所

2.4. 整合下游产业链，制造端成本逐步优化

降本增效成果显著，毛利率净利率双回升，2019 年盈利能力显著增强，未来随着规模效应与自动化制造带来的材料、人工成本降低，公司盈利能力有望稳中有升。2015-2019 年公司综合毛利率分别为 20.21%/21.1%/18.76%/15.64%/19.98%，2015-2019 年公司净利率分别为 8.03%/8.58%/5.48%/4.39%/7.56%，期间费用率分别为 10.59%/10.46%/12.33%/11.22%/11.89%。

图 33: 2011-2019 年公司销售毛利率/销售净利率/期间费用率

图 34: 2011-2019 年公司主要产品毛利率

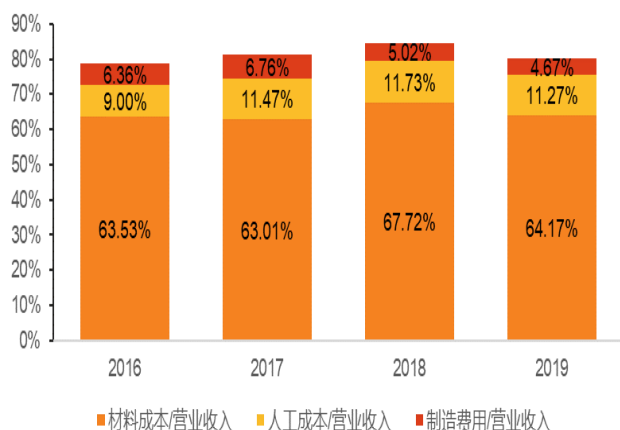


资料来源：WIND，天风证券研究所

资料来源：WIND，天风证券研究所

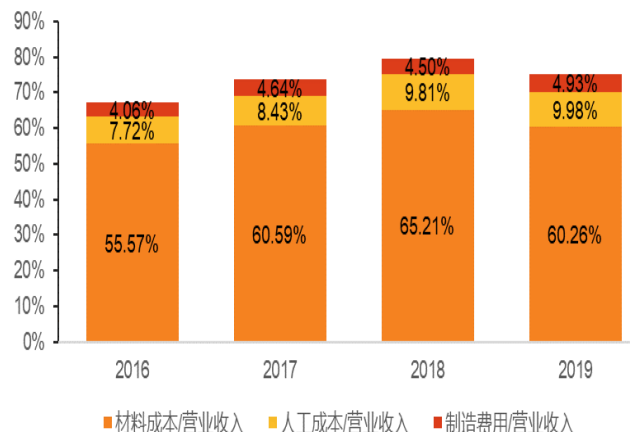
2016-2019 年公司制造费用占营收比重分别为 6.36%/6.76%/5.02%/4.67%，近三年呈明显下降趋势，制造费用得到有效控制。2019 年材料成本/人工成本/制造费用占营收比重分别为 64.17%/11.27%/4.67%，同期恒林股份材料成本/人工成本/制造费用占营收比重分别为 60.26%/9.98%/4.93%。

图 35：永艺股份 2016-2019 年材料/人工/制造成本占营收比重



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 36：恒林股份 2016-2019 年材料/人工/制造成本占营收比重



资料来源：公司年报，天风证券研究所

随着公司业务规模的扩大，2018 年以来公司成立战略采购中心，通过集中议价、竞标、帮扶，整合优化供应链，提升议价能力。公司通过标准化、模块化设计，可以显著缩减物料规格，通过考核可以减少供应商数量，提高采购集中度，从而降低采购成本、人工成本、物流成本、质量成本，不断优化制造端结构。

图 37：公司价值链示意图



资料来源：公司介绍 PPT，天风证券研究所

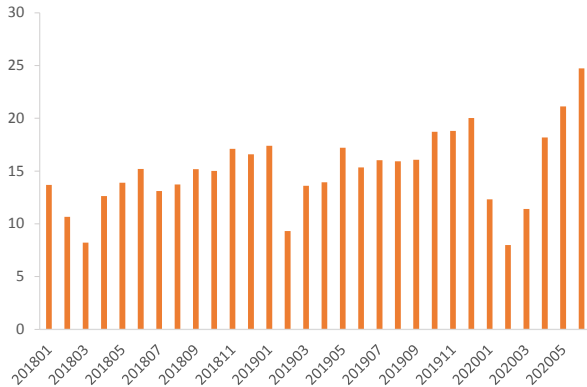
3. 乘居家办公行业东风，卡位海外稀缺产能，跨境电商更待发力

3.1. 行业需求边际变化：疫情影响下办公椅出口单月同比环比显著增长

全球疫情影响下国内办公椅出口额显著增长，5、6 单月持续高增长，1-6 月累计增长 10%。

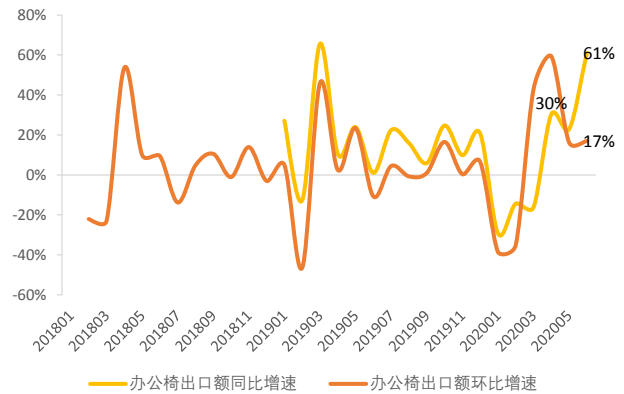
新冠疫情在全球蔓延后，居家办公以其安全性与便利性兴起，专业升降办公椅需求持续向好，根据海关进出口数据显示，2020 年 4/5/6 月全国办公椅（海关编码：940130，可调高度的转动坐具）出口额为 18.18/21.13/24.72 亿元，同比分别增长 30%/23%/61%，4/5/6 月环比分别增长 59%/16%/17%，尤其 6 月增长显著，1-6 月累计实现 95.74 亿元，同比增长 10%。

图 38： 2018-2020 年 6 月办公椅出口额（万元）



资料来源：海关统计数据在线查询平台，海关编码：940130，可调高度的转动坐具，天风证券研究所

图 39： 2018-2020 年我国办公椅出口额单月同比及环比增速



资料来源：海关统计数据在线查询平台，海关编码：940130，可调高度的转动坐具，天风证券研究所

海外科技巨头推迟居家办公时间计划至明年，部分企业及政府支持居家办公开支补贴。
2020 年 7 月，谷歌计划将员工居家办公延长至 2021 年 7 月，并为员工提供至多 1000 美元的补贴，帮助他们支付购买在家办公设备的费用；美国亚马逊决定将多数员工远程居家办公时间延长到 2021 年 1 月；苹果公司正在调整业务运作方式，美国办公室的员工到今年年底前可能都需维持远距办公的模式。澳大利亚税务局对于购置家庭办公设备的支出可以用于税费减免，而加拿大政府对于居家办公产生的成本可用于申报居家办公开支，以获得税费减免。

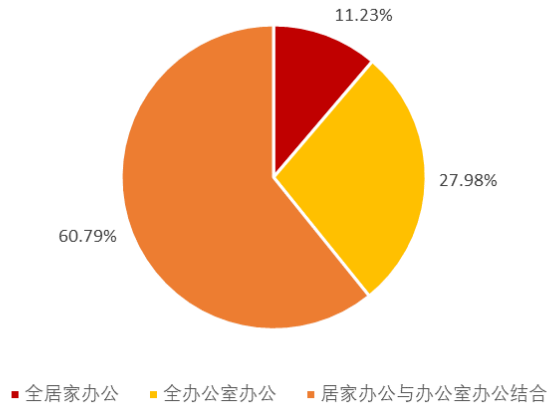
表 2：国外企业居家办公时间计划及办公用品补贴

公司	居家办公
谷歌	员工居家办公延长至 2021 年 7 月，预计将影响谷歌母公司 Alphabet 几乎所有约 20 万名全职和合同制员工；同时，谷歌将为员工提供至多 1000 美元的补贴，帮助他们支付购买在家办公设备的费用；
亚马逊	美国电商巨头亚马逊决定将多数员工远程居家办公时间延长到 2021 年 1 月；
推特	推特成为首家允许部分员工永久性居家办公的大型科技公司，员工还将获得 1000 美元补贴，用于购买必要设备；
脸书	脸书给予每名员工 1000 元的补贴用于购置居家办公设备和育儿支出；
澳大利亚税务局	购置家庭办公设备的支出可以用于税费减免；
加拿大政府	居家办公产生的成本可用于申报居家办公开支，以获得税费减免；

资料来源：Cnbeta, Tmtpost, CNN, 纽约时报, 新浪财经, 澳大利亚税务局官网，加拿大政府官网，天风证券研究所

调查显示 72.02%的员工办公有居家偏好，疫情加速居家办公习惯养成。根据曲美家居对上万名在职员工的调查数据，有 60.79%的员工偏好居家办公与办公室办公结合的办公模式，11.23%的员工则希望未来是全居家办公，72.02%的职工偏好居家办公的模式。

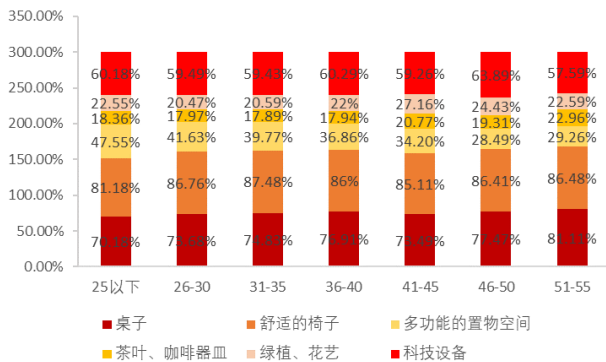
图 40：员工办公环境偏好



资料来源：曲美家居国人生活方式研究院，天风证券研究所

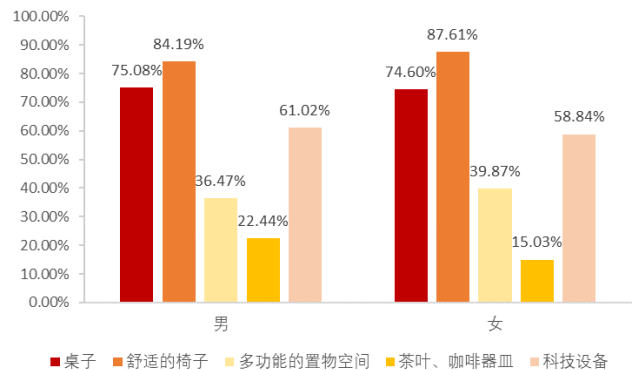
办公家具成为居家办公中最受重视的要素。在对环境要素的调查中，桌子、椅子、科技设备这类办公家具成为了最受不同性别和年龄段的人群欢迎的三大要素。舒适的椅子受欢迎程度在不同年龄段和性别的采访中均在 80% 以上，是最受重视的要素；桌子得票率均在 70% 以上，排名第二；科技设备排名第三，受欢迎程度在 60% 左右。三者在办公场所中分别对应着办公椅、办公桌和办公用品。

图 41：不同年龄段对办公环境要素的偏好



资料来源：曲美家居国人生活方式研究院、天风证券研究所

图 42：不同性别对办公环境要素的偏好



资料来源：曲美家居国人生活方式研究院、天风证券研究所

3.2. 率先布局越南基地，稀缺产能卡位优势凸显

3.2.1. 贸易战背景下海外产能稀缺

随着海外销售业务的发展，海外客户增多，公司加速了海外产业链及市场的拓展，2018 年开始逐步开始越南、罗马尼亚产能布局，从生产、研发、市场全方面推进全球化布局。

(1) 越南一期生产基地：越南一期生产基地于 2018 年 11 月投资建设，预计总投资额 950 万美元，并于 2019 年 1 月顺利出货，2019 年订单和产能稳步提升，12 月份月销售额已达 1440 万元。

(2) 越南二期生产基地：公司投资 3500 万美元建设越南二期生产基地，二期基地位于越南平阳省，厂房用地使用权为公司所有，预计 2020 年三季度投入使用。

(3) 罗马尼亚生产基地：公司 2019 年 2 月决定在罗马尼亚投资 950 万美元建设生产基地，并于 2019 年 7 月设立罗马尼亚子公司，目前公司正积极推进罗马尼亚基地建设相关工作。

表 3：公司海外产能布局

开始时间	投产时间	资金来源	项目	预计投资额
2019 年	2020 年第三季度	自筹	越南生产基地二期	3500 万美元
2018 年	2019 年 1 月	自筹	越南生产基地一期	950 万美元

2019 年

自筹

罗马尼亚生产基地

950 万美元

资料来源：公司年报，天风证券研究所

2019 年度安吉椅业企业总数达到 700 余家，其中工业产值达到 2000 万以上企业共计 191 家，其中有 3 家企业在越南投资建厂。其中，恒林股份于 2018 年 11 月间接在越南投资建厂，博泰家具于 2019 年 7 月在越南投资产能，2019 年，受到国外经济下行及贸易战影响，我国家具行业整体增速有所下降，尤其国内出口型家具企业承压，有实力于海外布局投产的企业或直接收益。

表 4：国内其他办公椅企业越南产能布局

公司	布局时间	预计投产时间	产能规模
恒林股份	2018 年 11 月		投资 4800 万美元在越南建设生产基地
	2018 年 12 月		以 2080 万美元收购大同越南 100%股权，间接实现在越南建厂；
	2020 年		对越南生产基地追加投资 1200 万美元
博泰家具	2019 年 7 月		子公司博泰实业以 702 万美元收购越南凯湾家具 100%股权

资料来源：WIND，各公司年报，天风证券研究所

3.2.2. 国内产能：逐步扩大产能规模，提高智能化制造水平

国内产能方面，公司年产 200 万套人机工程健康办公椅生产线项目，以及年产 40 万套人机工程休闲沙发生产线项目已于 2019 年 7 月开始逐步投产，进一步提高公司产能规模和自动化、智能化制造水平。

表 5：公司国内产能项目投资情况

开始时间	投产时间	资金来源	设计产能	项目	投资额
2016 年	2019 年 7 月	非公开发 行募投	年产 200 万 套	人机工程健康办公椅	29964.15 万元
2016 年	2019 年 7 月	非公开发 行募投	年产 40 万 套	人机工程休闲沙发	27409.73 万元
2015 年		首次公开 发行募投	年产 110 万 套	办公椅改造项目	

资料来源：公司招股说明书，公司 2016 年非公开发行预案，天风证券研究所

3.3. 积极开拓自主品牌跨境电商业务

今年以来由于疫情影响，海外消费者购物需求线下到线上转移，跨境电商业务或迎来发展机遇。2018 年，公司启动跨境电商业务，进一步拓宽外销渠道，2019 年，公司跨境电商业务进展顺利，海外电商市场销售渠道加快拓展。

- **制造端**：国内企业在制造端产业链完善，与国外办公椅企业形成竞争优势；
- **销售端**：一方面公司可在跨境电商平台销售自主品牌商品，另一方面，国内其他跨境电商公司可采购相关产品并在跨境电商平台上销售；
- **产品认可度高**：公司为出口型企业，跨境电商为成熟产品在新渠道拓展，公司推进跨境电商渠道或更为顺畅；

表 6：跨境电商业务模式简单划分

跨境电商分类	商业模式	常见跨境电商平台
平台型	统一销售平台，邀请国内外商家入驻模式运营	亚马逊、EBAY、速卖通（AliExpress）、天猫国际等
自营型	平台从企业采购商品，通过自建 B2C 平台销售	兰亭集势、DX、米兰网、网易考拉、京东全球购

资料来源：雨果网，天风证券研究所

4. 品类：办公椅规模第一，逐步外延拓展

公司专注于座椅细分赛道。公司主要产品包括办公椅、沙发、休闲椅、按摩椅椅身、功能座椅配件等，公司生产产品均属于专业座椅，这些细分品类在产能、渠道、客户方面有一定重叠和协同。

图 43：公司主要产品

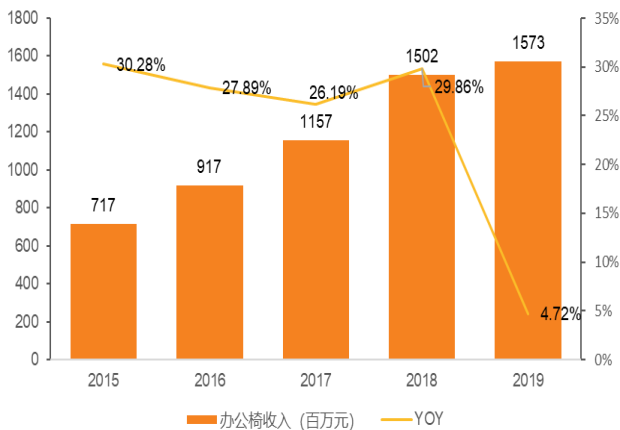
产品 品类	产品示意图	产品 品类	产品示意图
办公椅		沙发	
按摩椅椅身		休闲椅	
功能座椅配件			

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

4.1. 国内办公椅行业规模第一，收入持续提升

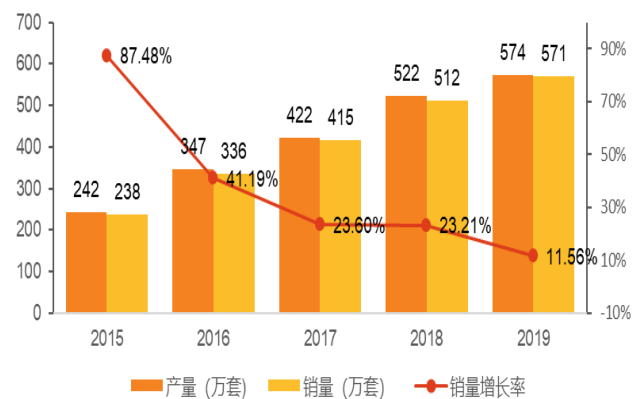
收入规模与产销量持续提升。2019 年办公椅收入达 15.73 亿元，销量达 571 万套。2015-2018 年公司办公椅销量分别以 87.48%/41.19%/23.6%/23.21%的速度稳健增长。

图 44：2015-2019 年办公椅收入与增长率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 45：2015-2019 年办公椅产量/销量/销量增长率

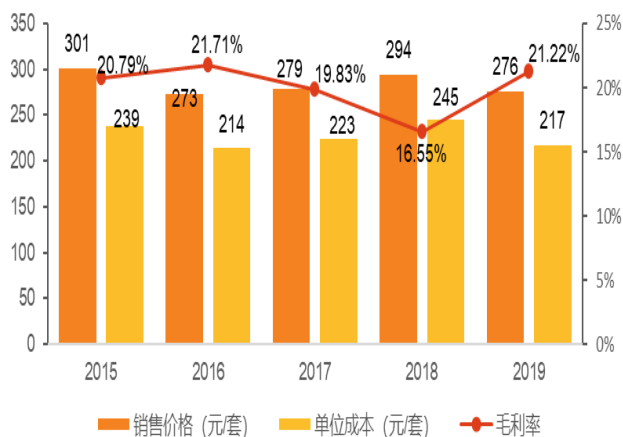


资料来源：公司年报，天风证券研究所

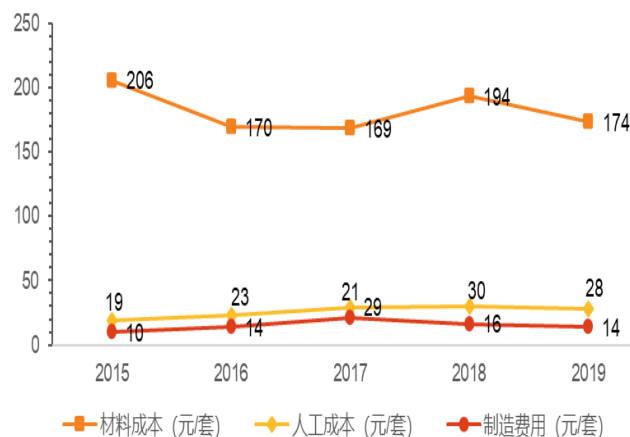
规模经济带来的成本效益愈发显著。随着公司降本增效战略的实施，2019 年公司办公椅的单位材料成本、人工费用、制造费用均明显下滑，单位总成本由 245 元/套降至 217 元/套，毛利率由 16.55%升至 21.22%，龙头企业的制造端优势逐步显现。

图 46：2015-2019 年办公椅销售价格/单位成本/毛利率

图 47：2015-2019 年办公椅单位材料成本/人工费用/制造费用



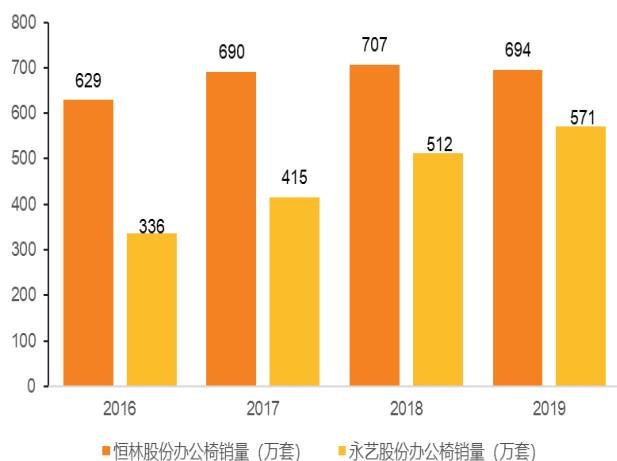
资料来源：公司年报，天风证券研究所



资料来源：公司年报，天风证券研究所

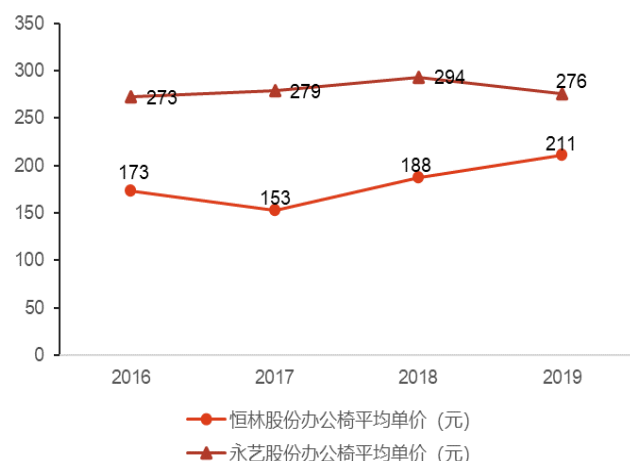
公司办公椅出口定价相对较高。2016-2019 年平均单价分别为 273/279/294/276 元，恒林股份同期办公椅产品的平均单价分别为 173/153/188/211 元。公司 2016-2019 年办公椅销量分别为 336/415/512/571 万套，恒林股份同期办公椅销量分别为 629/690/707/694 万套。

图 48：2016-2019 年永艺股份与恒林股份办公椅销量



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 49：2016-2019 年永艺股份与恒林股份办公椅平均单价



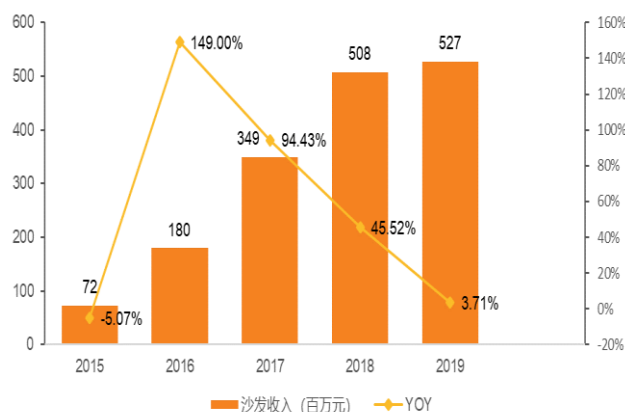
资料来源：公司年报，天风证券研究所

4.2. 沙发品类方面主要定位于功能沙发领域

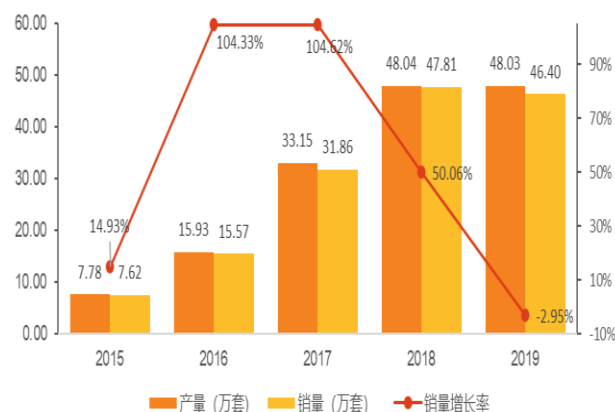
2017 年公司启动沙发智能化研发，2019 年沙发业务实现收入 5.27 亿元，销量为 46.4 万套。2016-2018 年公司沙发业务规模增速分别为 149%/94.43%/45.52%，销量分别增长 104.33%/104.62%/50.06%。沙发占比持续提升，重要性越发凸显，2015-2019 年沙发收入占总营收比重分别为 6.37%/12.85%/19.05%/21.15%/21.62%。

图 50：2015-2019 年沙发收入与增长率

图 51：2015-2019 年沙发产量/销量/销量增长率



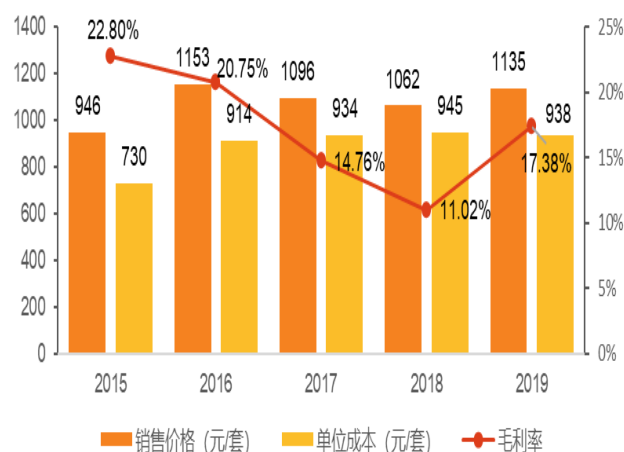
资料来源：公司年报，天风证券研究所



资料来源：公司年报，天风证券研究所

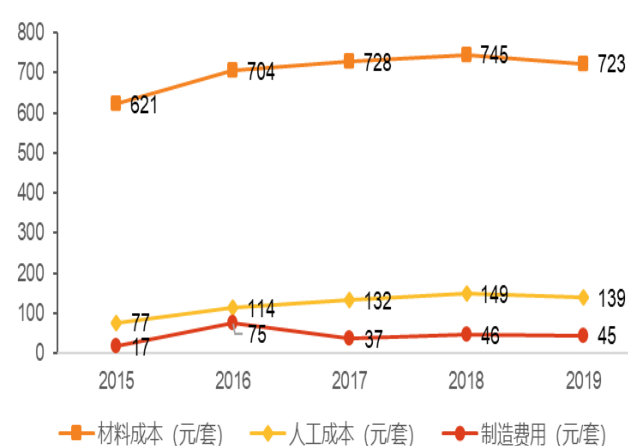
2019 年度沙发产品的降本增效成果显著。2015-2018 年期间，公司沙发产品的成本呈持续上升趋势，销售价格没有相应增长的情况下，毛利率持续下滑。2019 年，随着公司降本增效战略的推行，沙发的单位材料成本、人工费用、制造费用均出现明显下滑，2018-2019 年，单位总成本由 945 元/套降至 938 元/套，销售价格由 1062 元/套上升至 1135 元/套，毛利率由 11.02% 提升至 17.38%，盈利水平显著提升。

图 52：2015-2019 年沙发销售价格/单位成本/毛利率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 53：2015-2019 年沙发单位材料成本/人工费用/制造费用

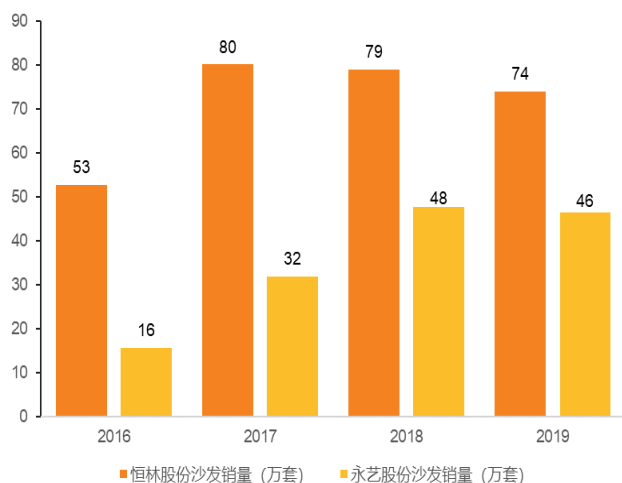


资料来源：公司年报，天风证券研究所

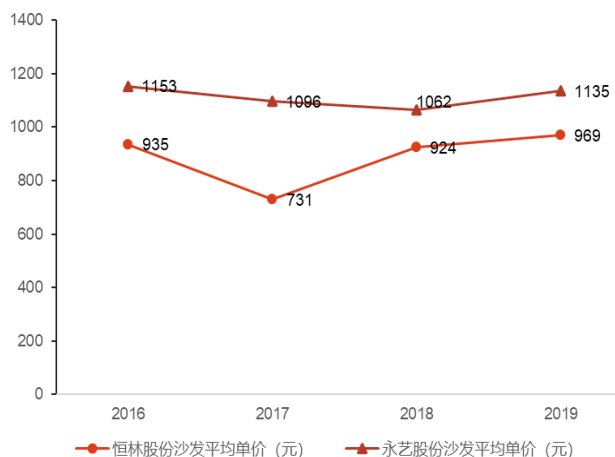
定价相对较高，销量持续提升。公司 2016-2019 年沙发销量分别为 16/32/48/46 万套，恒林股份同期沙发销量分别为 53/80/79/74 万套，公司沙发销量持续提升。公司沙发产品 2016-2019 年平均单价分别为 1153/1096/1062/1135 元，恒林股份同期沙发产品的平均单价分别为 935/731/924/969 元，公司沙发产品定价相对较高。

图 54：2016-2019 年永艺股份与恒林股份沙发销量

图 55：2016-2019 年永艺股份与恒林股份沙发平均单价



资料来源：公司年报，天风证券研究所



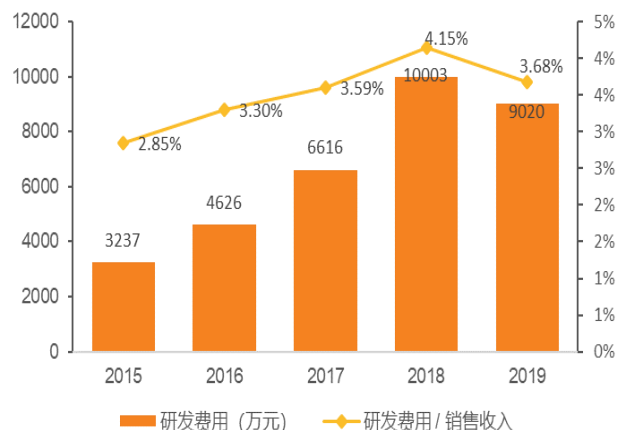
资料来源：公司年报，天风证券研究所

4.3. 研发能力业内领先，技术能力牢固扎实

从产业趋势看，国内椅业制造企业将逐步从制造向创新驱动转型。发达国家在设计、技术和渠道方面占优，占据着国际椅业的高端市场，对制造环节的定价权逐步强化，将中低端产品生产向发展中国家转移，不断挤压中间环节的生存空间。国内椅业通过质的提高而非量的增长来提升在全球椅业中的地位是长期趋势，研发设计能力的重要性日益凸显。

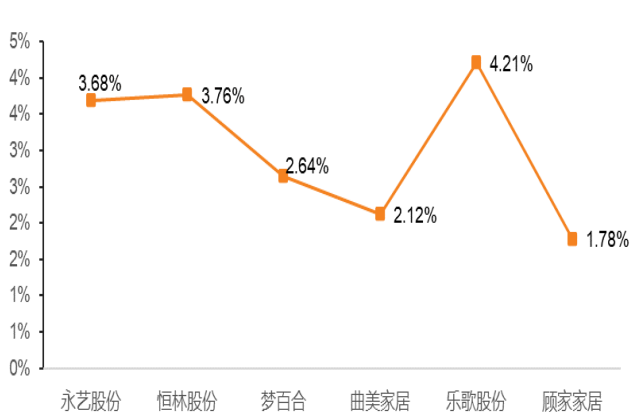
研发投入持续提升。2015-2019年，公司研发费用分别为3237/4626/6616/10003/9020万元，占销售收入比重分别为2.85%/3.30%/3.59%/4.15%/3.68%。公司始终将技术创新作为发展驱动力，2016年以来坚持每年投入销售收入的3%以上用于研发，与同行业其他上市公司相比，公司研发费用占营业收入比重处于相对较高水平。

图 56：2015-2019 年公司研发费用与研发费用占销售收入比重



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 57：同行业公司 2019 年研发费用占营业收入比重



资料来源：WIND，天风证券研究所

研发设计能力优秀，不断推出新产品。公司现有研发人员 400 余人，与浙江大学等高校合作成立创新中心，长期与发达国家顶级专家和设计团队紧密合作，拥有座椅行业首家国家级工业设计中心等多家研发中心，持续研发核心关键技术，不断输出新产品，2017 年公司启动沙发智能化研发，融入保健和健康管理功能，并与家庭装修融合，目前公司多个电竞椅项目正在紧密研发，未来电竞椅产品有望打开新局面。

表 7：公司 2019 年度新产品

产品类别	2019 年研制新产品
电竞椅	DJ 系列电竞椅
办公椅	HO 家用办公系列办公椅；SS 钢架椅系列办公椅；MB 简约办公系列办公椅；MC 系列办公椅
沙发	商务休闲沙发；新型组合电动机构沙发；手动按摩三位一体休闲沙发；1086A 系列沙发；UM1075 系列沙

发；LS1796 系列沙发

按摩椅椅身	AT 系列按摩椅；TR 系列按摩椅
功能座椅配件	4318 手动平躺机构装置；4318 平躺直推电动机构装置；4151 带摇带转机构装置
休闲椅	ALPHA 系列休闲椅；LAMAR 系列休闲椅；MAYA 系列休闲椅

资料来源：公司年报，天风证券研究所

2016 年公司成立专门的自主品牌销售公司，并在京东商城设立“永艺家具官方旗舰店”。公司京东旗舰店最畅销的三款办公椅产品售价分别为 1099/1299/1839 元，皆采用人体工学设计并运用多项专利技术。公司产品市场终端市场溢价高，产品技术优势业内领先。

图 58：永艺人体工学椅 MELLET



资料来源：京东，天风证券研究所

图 59：【吴晓波推荐款】永艺电脑椅



资料来源：京东，天风证券研究所

图 60：公司保护腰颈，高端人体工学办公椅



资料来源：网易严选，天风证券研究所

图 61：公司【丁磊直播款】多功能人体工学转椅



资料来源：网易严选，天风证券研究所

专利数量业内领先，逐步构建技术壁垒。截至 2019 年末，公司参与制修订标准 16 项，公司是国家办公椅行业标准的起草单位之一，累计申请专利 885 项，已获发明专利 44 项，数量皆为行业第一，其中，实用新型专利 217 项，外观设计专利 211 项，在审发明专利 16 项。

表 8：公司研发中心、资质认证和荣誉情况

项目	具体情况
研发中心	座椅行业首家国家级工业设计中心；首家省级健康座椅研究院；省级高新技术企业研究开发中心；省级企业技术中心；省级院士工作站；行业首家博士后工作站
资质认证	CQC 中国环保产品认证；CQTA 品质验证；美国 GREENGUARD 绿色环保卫士认证；人类工效学产品认证；中国环保产品认证；能源管理体系认证；绿色产品认证；知识产权管理体系认证；浙江制造认证；三体系认证；十环认证

公司荣誉 中国外观设计优秀奖；中国轻工业优秀设计金奖；红点奖；iF 设计奖；美国尖峰设计奖；德国设计奖；韩国好设计奖；CGD 当代好设计优胜奖；浙江制造“品字标”认证

资料来源：公司年报，公司介绍 PPT，天风证券研究所

5. 渠道：外销业务稳健发展，内销业务持续发力

外销方面：公司通过线下展会及长期大客户战略合作展开出口业务，另外 2019 年以来公司重点发展线上跨境电商业务，推进自主品牌在跨境电商的放量。

内销方面：聚焦线上电商自主品牌的营销、聚焦大客户，今年公司产品已在罗永浩、丁磊、吴晓波的直播首秀中被大力推荐，公司品牌知名度不断提高，在此基础上加大经销商发展力度。

图 62：公司全渠道销售模式



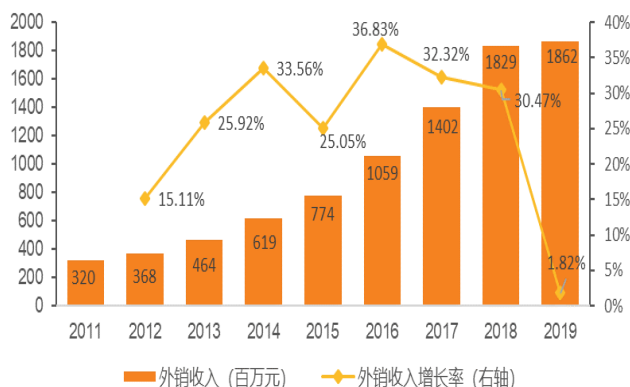
资料来源：公司年报，天风证券研究所整理

5.1. 外销：绑定核心大客户， 受益大客户业务增长

5.1.1. 海外业务：外销收入稳步增长，盈利能力回升

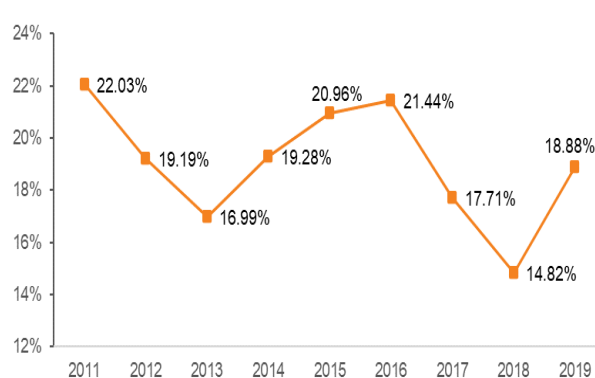
2015-2019 年公司外销收入分别为 7.74/10.59/14.02/18.29/18.62 亿元，增长率分别为 25.05%/36.83%/32.32%/30.47%/1.82%，公司外销收入规模增速常年维持在 25-30% 之间。2015-2019 年公司外销毛利率分别为 20.96%/21.44%/17.71%/14.82%/18.88%，2019 年外销盈利能力显著提高。

图 63：2011-2019 年公司外销收入及增长率



资料来源：WIND, 天风证券研究所

图 64：2011-2019 年公司外销毛利率

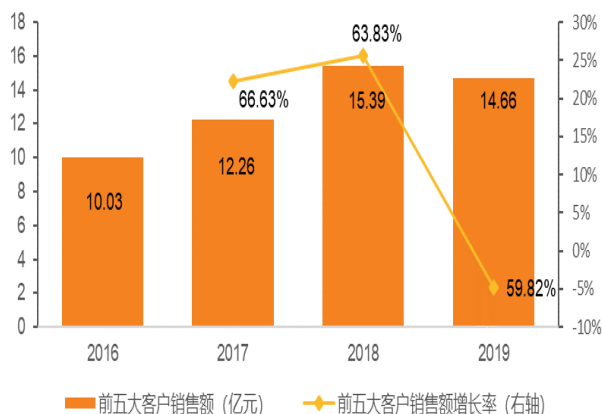


资料来源：WIND, 天风证券研究所

大客户收入稳定，前五大客户收入占比逐渐降低。2016-2019 年公司前五大客户销售额分

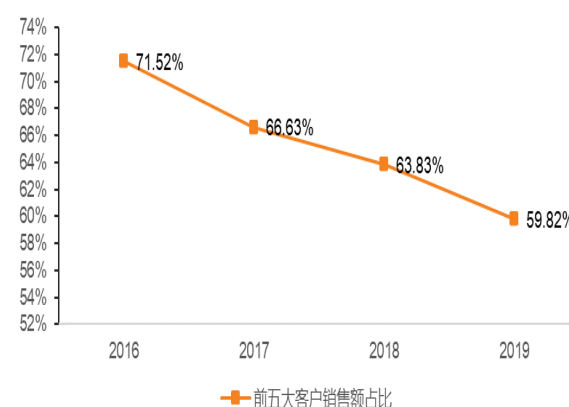
别为 10.03/12.26/15.39/14.66 亿元, 占总营业收入比重分别为 71.52%/66.63%/63.83%/59.82%, 公司大客户收入保持平稳增长, 不断开拓新客户, 公司对前五大客户的依赖程度逐渐降低。

图 65: 2016-2019 年公司前五大客户销售额及增长率



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 66: 2016-2019 年公司前五大客户销售额占比



资料来源: WIND, 天风证券研究所

5.1.2. 海外渠道: 持续深耕海外大客户, 受益大客户业务增长

ODM 能力突出。公司经营模式以 ODM 为主, 有着较强的研发设计能力, 建立了以市场需求为导向的研发设计机制。以国家级工业设计中心、省级健康座椅研究院及省级院士工作站为平台, 与国内高等院校及国内外研发设计团队深度合作, 同时设有新产品开发评审委员会及产品线管理组织, 基于市场趋势和客户需求进行新产品立项和设计开发。

图 67: 公司与全球行业龙头建立战略合作关系



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所整理

核心客户资源稳定, 渠道覆盖面广阔。公司办公椅产品深受世界各地消费者青睐, 市场遍及 60 多个国家和地区, 并与全球多家专业知名采购商、零售商、品牌商建立了长期战略合作关系。

表 9: 公司核心客户情况

地区	国家	名称	简介
北美	美国	Officestar	美国最大的采购商之一
		Klaussner	美国最大的采购商之一
		Staples (史泰博)	世界五百强, 美国办公用品巨头
		OfficeDepotMax	世界五百强, 美国办公用品巨头
		HON	全球知名办公家具品牌

亚洲	加拿大	Performance	加拿大最大的采购商之一
	中国香港	香港利丰集团	全球规模最大的出口商之一
	日本	NITORI	日本最大的家居零售商
		Okamura	全球知名办公家具品牌
ITOKI		全球知名办公家具品牌	
欧洲	德国	Sedus	全球知名办公家具品牌
	瑞典	IKEA（宜家）	全球著名家居品牌
	俄罗斯	Bureaucrat	俄罗斯最大的采购商之一

资料来源：公司年报，天风证券研究所

持续开拓新客户，大力开拓海外市场。公司不断完善市场布局和渠道建设，在维护好原有客户的基础上，持续开拓新客户。持续洞察全球市场，在继续大力开拓美国市场的同时，加快拓展欧洲、亚洲、澳洲、南美洲、非洲等市场。

表 10：公司 2019 年新开拓客户

地区	国家	客户名称
北美	美国	Genuine Parts Sourcing
		ORLEANS SUPER HOME CENTER
欧洲	加拿大	D é COR-REST FURNITURE LTD
	英国	Echelon Workplaces Limited
		ASPIRE EUROPEAN LIVING LIMITED
		LYRECO SAS
	法国	BUT INTERNATIONAL
		DPJ Svenska AB Lager
		Ofiprix
亚洲	日本	TOKYO interior
	新加坡	Living Style (Singapore) Pte Ltd
		Vanguard Interiors Pte Ltd
澳洲	澳大利亚	FDB Commerical interiors
		Comfort Style Wholesale Pty Ltd
非洲	南非	ISA Components

资料来源：公司年报，天风证券研究所

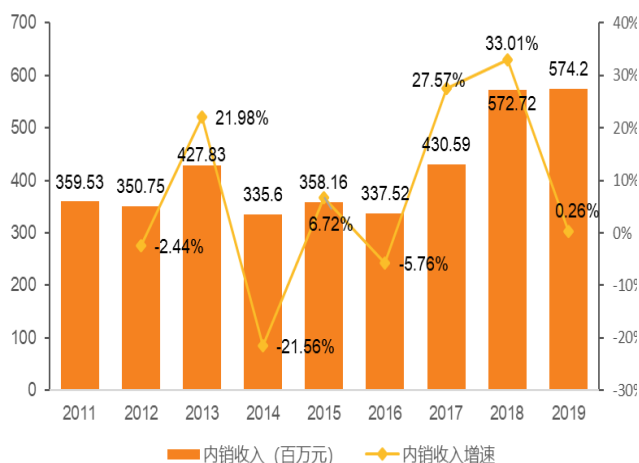
5.2. 内销：线上线下相结合，自主品牌盈利能力增强

5.2.1. 内销业务快速增长，盈利水平显著提升

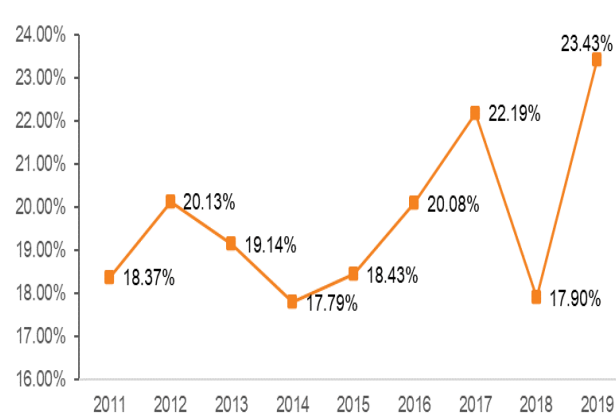
内销业务较快速增长，盈利水平显著提升。公司 2015-2019 年内销营业收入分别为 3.58/3.38/4.31/5.72/5.74 亿元，增速分别为 6.72%/-5.76%/27.57%/33.01%/0.26%，可见近三年公司内销收入增速加快。另外，公司内销毛利率长期来看呈现波动中提升的趋势，2019 年公司内销毛利率达 23.43%，内销盈利水平显著提升。

图 68：2011-2019 年公司内销收入与增长率

图 69：2011-2019 年公司内销毛利率



资料来源：WIND, 天风证券研究所



资料来源：WIND, 天风证券研究所

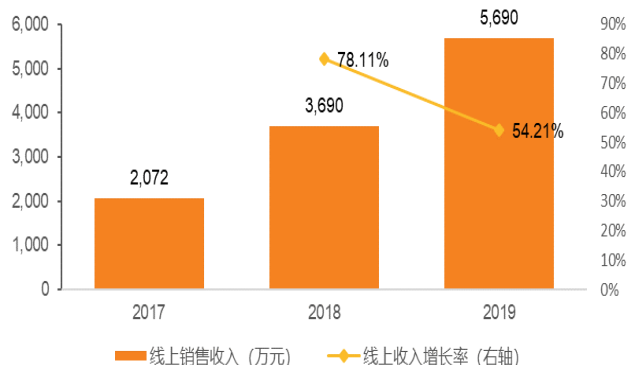
5.2.2. 线上业务：拓展电商平台与直播渠道，助力内销 OBM 业务发展

大力发展内销 OBM 业务。通过线上电子商务、直播营销与线下渠道建设相结合，大力建设国内品牌、拓展营销网络，不断扩大国内市场销售份额。今年公司产品已在罗永浩、丁磊、吴晓波的直播首秀中被大力推荐，公司品牌知名度不断提高。

拓展电商平台与直播渠道，扩大内销份额。公司不断加强天猫、京东等自营平台的产品建设，并与网易严选、小米有品、必要商城、淘宝心选、吴晓波频道等开展深度合作，助力内销 OBM 业务发展，推动国内市场销售份额提升。

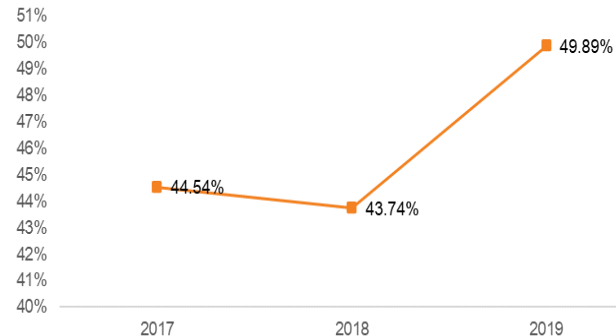
线上销售收入快速提升，渠道毛利率较高。公司 2017-2019 年线上销售收入分别为 2072/3690/5690 万元，线上销售毛利率分别为 44.54%/43.74%/49.89%，可见公司线上销售收入持续快速提升，线上销售毛利率始终保持较高水平。

图 70：2017-2019 年公司线上销售收入及增长率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 71：2017-2019 年公司线上销售毛利率

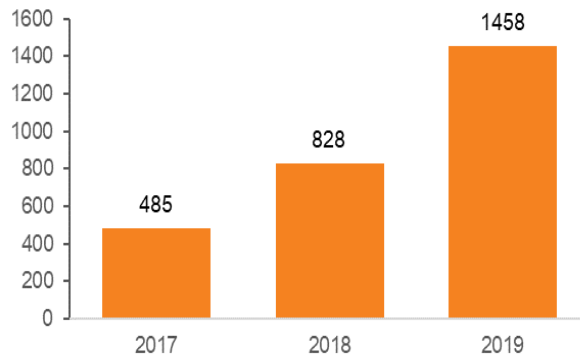


资料来源：公司年报，天风证券研究所

5.2.3. 线下业务：深耕大客户，拓宽经销渠道

不断拓宽销售渠道。公司以重点城市为依托，有序推进渠道建设，同时以重点客户和大项目为抓手，已为杭州 G20 峰会、华为、格力、小米、百度、网易、海康威视、顺丰等公司提供产品和服务。公司大力发展经销商渠道，2017-2019 年经销商数量分别为 485/828/1458 家。

图 72：公司 2017-2019 年经销商数量（家）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

6. 总结与投资建议

6.1. 总结

行业短期拐点：疫情加速居家办公渗透，居家办公椅需求显著增加，2020 年 4/5/6 月全国办公椅（海关编码 940130 可调高度的转动坐具）出口额为 18.18/21.13/24.72 亿元，同比分别增长 30%/23%/61%，1-6 月累计 95.74 亿元，同比增长 10%。行业长期趋势：中国为椅业制造大国，国内龙头企业将受益于出口集中度提升&专业办公椅国内持续渗透。全球办公家具市场规模约 514 亿美元，亚太地区占全球 47%的产值，以及 41%的消费市场。2019 年全球办公椅市场规模预计为 251 亿美元，欧美市场合计占 31.2%。行业出口集中度提升趋势明显，并具备持续提升空间：19 年我国办公椅出口额 192 亿元，17-19 CAGR10.3%，龙头永艺占 5.4%，考虑到国外销售渠道集中度高，国内企业出口集中度存在较大提升空间。

率先布局越南，卡位海外稀缺产能，跨境电商更待发力。全球产能布局：越南一期 2018 年底投产 2019 年出货，20 年快速放量，二期生产基地 2019 年布局，预计 2020 年 Q3 投产，2019 年罗马尼亚子公司成立，积极推进基地建设。跨境电商业务拓展顺利，疫情影响海外消费购物需求从线下到线上转移，跨境电商业务或迎来发展机遇，跨境电商业务方面：（1）制造端具备完整产业链；（2）销售端可通过自主品牌及 ODM 产品销售；（3）国内生产产品已获得国外市场认可，跨境电商为成熟产品在新渠道拓展。

办公椅和沙发收入规模持续提升，盈利能力提升，降本增效成果显著。（1）办公椅收入与产销量持续提升，2019 年办公椅收入达 15.73 亿元，行业第一，销量 571 万套，2019 年办公椅单位总成本由 245 元/套降至 217 元/套，毛利率由 16.55%升至 21.22%。（2）2016-2018 年沙发收入规模与产销量持续提升，2019 年沙发收入 5.27 亿元，占 21.62%。

公司核心客户稳定，受益客户业务增长，持续开拓海外市场新客户，完善产能布局，外销规模有望持续扩大。2015-2019 年公司外销收入分别为 7.74/10.59/14.02/18.29/18.62 亿（+25.05%/36.83%/32.32%/30.47%/1.82%）。2016-2019 年前五大客户占 71.52%/66.63%/63.83%/59.82%，核心客户稳定，与全球多家专业知名采购商、零售商、品牌商长期战略合作，持续开拓新客户。受益客户业务增长，公司外销业务规模有望持续扩大。

深耕内销大客户，线上拓展电商平台与直播渠道，线下推动渠道建设。（1）2017-2019 年内销收入分别为 4.31/5.72/5.74 亿元（27.57%/33.01%/0.26%），2019 年内销毛利率达 23.43%，内销盈利水平显著提升。（2）大力发展内销 OBM 业务，拓展电商平台与直播渠道，不断加强天猫、京东等自营平台的产品建设，并与网易严选、小米有品等公司开展深度合作。2017-2019 年线上收入分别 2072/3690/5690 万元，毛利率分别 44.54%/43.74%/49.89%。（3）不断拓宽销售渠道，已为杭州 G20 峰会、华为、格力、小米、百度、网易、海康威视、顺丰等公司提供产品和服务。

6.2. 盈利预测

我们对公司业绩做出如下假设：

- 办公椅业务 20-22 年收入增速分别为 28%、20%、30%，毛利率稳中有升；
- 沙发业务 20-22 年收入增速分别为 20%、28%、28%，毛利率稳中有升；
- 按摩椅椅身业务维持稳定增长 20-22 年收入增速分别为 5%、10%、10%；功能座椅配件 20-22 年收入增速分别为 4%、10%、10%；休闲椅 20-22 年收入增速分别为 4%、5%、5%；其他业务 20-22 年收入增速分别为 5%、5%、5%，毛利率均维持稳定；

表 11：分品类收入拆分表（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
办公椅								
营业收入	716.8	916.7	1156.8	1502.2	1573.2	2013.7	2416.4	3141.3
YOY	30.3%	27.9%	26.2%	29.9%	4.7%	28.0%	20.0%	30.0%
营业成本	567.8	717.7	927.4	1253.6	1239.3	1568.2	1860.1	2418.1
毛利	149.0	199.0	229.4	248.6	333.9	445.5	556.3	723.2
毛利率	20.79%	21.71%	19.83%	16.55%	21.22%	22.12%	23.02%	23.02%
沙发								
营业收入	72.1	179.5	349.1	508.0	526.8	632.1	809.1	1035.7
YOY	-5.1%	149.0%	94.4%	45.5%	3.7%	20.0%	28.0%	28.0%
营业成本	55.7	142.3	297.5	452.0	435.2	514.7	658.8	843.2
毛利	16.4	37.3	51.5	56.0	91.6	117.4	150.3	192.4
毛利率	22.80%	20.75%	14.76%	11.02%	17.38%	18.58%	18.58%	18.58%
按摩椅椅身								
营业收入	286.0	241.3	240.6	293.2	249.3	261.8	287.9	316.7
YOY	6.7%	-15.6%	-0.3%	21.9%	-15.0%	5.0%	10.0%	10.0%
营业成本	233.9	194.2	197.8	245.1	211.4	222.0	244.2	268.6
毛利	52.1	47.0	42.8	48.2	37.9	39.8	43.7	48.1
毛利率	18.22%	19.49%	17.80%	16.42%	15.19%	15.19%	15.19%	15.19%
功能座椅配件								
营业收入	56.4	56.5	60.0	52.2	44.0	45.8	50.4	55.4
YOY	-5.0%	0.2%	6.2%	-13.0%	-15.6%	4.0%	10.0%	10.0%
营业成本	45.9	45.7	49.0	45.0	36.0	37.3	41.0	45.1
毛利	10.5	10.8	11.1	7.2	8.1	8.5	9.4	10.3
毛利率	18.65%	19.07%	18.41%	13.76%	18.35%	18.65%	18.65%	18.65%
休闲椅								
营业收入		2.4	24.4	41.0	36.6	38.1	40.0	42.0
YOY			926.1%	67.8%	-10.6%	4.0%	5.0%	5.0%
营业成本		1.6	15.7	28.7	24.8	25.8	27.1	28.4
毛利		0.8	8.7	12.3	11.8	12.3	12.9	13.6
毛利率		31.51%	35.59%	29.97%	32.32%	32.32%	32.32%	32.32%
其他业务								
营业收入	4.4	5.6	9.7	14.5	20.6	21.6	22.7	23.8
YOY	-30.8%	25.6%	75.5%	48.9%	42.0%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本	3.0	4.5	7.9	9.6	14.1	14.8	15.6	16.4
毛利	1.4	1.0	1.8	4.9	6.5	6.8	7.1	7.5
毛利率	32.58%	18.02%	18.58%	33.86%	31.37%	31.37%	31.37%	31.37%
合计								
营业收入	1135.8	1401.9	1840.6	2411.1	2450.5	3013.0	3626.5	4614.9

YOY		23%	31%	31%	2%	23%	20%	27%
营业成本	906.2	1106.1	1495.3	2034.0	1960.8	2382.7	2846.7	3619.8
毛利	229.5	295.8	345.3	377.1	489.7	630.3	779.9	995.2
毛利率	20.21%	21.10%	18.76%	15.64%	19.98%	20.92%	21.50%	21.56%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们采用相对估值法, 选取恒林股份、乐歌股份、顾家家居作为可比公司, 可比公司 2020/2021/2022 年平均 PE 为 25.04X/19.65X/16.42X。参考可比公司, 给予公司 2020 年合理 PE 范围 20–25 倍, 目标价格区间 16.4–20.5 元, 目标市值区间 49.5–61.9 亿元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值情况

公司代码	公司名称	现价 (元)	PE (2020E)	PE (2021E)	PE (2022E)
603661.SH	恒林股份	60.23	20.02	14.14	11.67
300729.SZ	乐歌股份	43.19	29.34	23.08	18.78
603816.SH	顾家家居	57.32	25.76	21.73	18.79
	平均		25.04	19.65	16.42

资料来源: 天风证券研究所, PE 来自 Wind 一致预测

6.3. 风险提示

- 公司海外业务占比较高, 或存在贸易战升级、全球新冠肺炎疫情升级风险;
- 人民币汇率波动风险, 公司办公椅、沙发等业务以外销为主, 部分业务为外币结算;
- 原材料价格波动较大风险, 公司主要的原材料包括塑料、铁件、铝合金、木制品、面料、包装等, 原材料价格的大幅波动或对公司经营产生一定风险;
- 或存在新业务拓展不及预期风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	333.75	253.24	309.74	313.18	369.19
应收票据及应收账款	375.88	397.13	402.51	401.43	621.63
预付账款	20.92	25.61	27.76	35.45	47.01
存货	256.89	292.22	318.53	420.15	509.98
其他	206.83	285.99	300.79	337.02	319.03
流动资产合计	1,194.27	1,254.20	1,359.33	1,507.24	1,866.85
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	301.44	486.86	515.49	554.73	587.35
在建工程	144.90	54.99	68.99	89.40	83.64
无形资产	79.14	75.67	70.25	64.82	59.40
其他	34.97	34.23	19.55	18.70	18.13
非流动资产合计	560.44	651.76	674.28	727.66	748.52
资产总计	1,754.71	1,905.95	2,033.60	2,234.90	2,615.37
短期借款	2.28	60.62	25.32	30.97	84.78
应付票据及应付账款	467.79	487.75	528.24	717.16	913.21
其他	101.84	102.31	131.22	115.22	175.33
流动负债合计	571.91	650.69	684.78	863.35	1,173.31
长期借款	0.00	0.00	50.65	61.95	62.64
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.81	7.02	2.91	3.58	4.50
非流动负债合计	0.81	7.02	53.55	65.53	67.14
负债合计	572.72	657.71	738.34	928.88	1,240.46
少数股东权益	8.56	12.50	16.13	21.80	29.02
股本	302.69	302.54	302.54	302.54	302.54
资本公积	552.17	551.75	551.75	551.75	551.75
留存收益	885.85	939.77	976.59	981.67	1,043.35
其他	(567.27)	(558.31)	(551.75)	(551.75)	(551.75)
股东权益合计	1,181.99	1,248.25	1,295.26	1,306.02	1,374.91
负债和股东权益总计	1,754.71	1,905.95	2,033.60	2,234.90	2,615.37

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	105.78	185.27	247.49	313.59	398.74
折旧摊销	37.46	45.44	22.79	25.77	28.56
财务费用	(9.22)	5.58	(0.39)	0.29	2.56
投资损失	(11.05)	(18.12)	(10.46)	(10.46)	(10.46)
营运资金变动	(228.92)	140.91	31.34	29.97	(45.94)
其它	168.39	(161.05)	3.83	5.76	7.38
经营活动现金流	62.44	198.03	294.61	364.93	380.85
资本支出	201.82	128.21	64.12	79.33	49.08
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(510.67)	(337.84)	(113.65)	(148.87)	(88.62)
投资活动现金流	(308.85)	(209.63)	(49.54)	(69.54)	(39.54)
债权融资	2.28	60.62	75.97	92.92	147.41
股权融资	543.91	7.56	6.95	(0.29)	(2.56)
其他	(160.83)	(140.74)	(271.49)	(384.57)	(430.15)
筹资活动现金流	385.36	(72.56)	(188.57)	(291.94)	(285.30)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	138.95	(84.15)	56.50	3.45	56.01

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,411.08	2,450.48	3,013.04	3,626.50	4,614.93
营业成本	2,033.98	1,960.80	2,382.70	2,846.65	3,619.78
营业税金及附加	12.71	13.85	18.93	20.80	27.18
营业费用	92.96	110.90	104.60	125.89	160.21
管理费用	88.61	89.80	110.73	132.89	169.61
研发费用	100.03	90.20	108.47	130.55	166.14
财务费用	(11.02)	0.41	(0.39)	0.29	2.56
资产减值损失	10.33	(1.08)	3.47	4.24	2.21
公允价值变动收益	0.48	(0.09)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.05	18.12	10.46	10.46	10.46
其他	(45.55)	(54.36)	(20.92)	(20.92)	(20.92)
营业利润	117.50	221.93	294.99	375.64	477.72
营业外收入	0.22	0.07	0.96	0.42	0.48
营业外支出	0.16	0.60	0.27	0.34	0.40
利润总额	117.56	221.40	295.67	375.71	477.79
所得税	11.78	36.13	44.35	56.36	71.67
净利润	105.78	185.27	251.32	319.35	406.12
少数股东损益	1.87	3.94	3.83	5.76	7.38
归属于母公司净利润	103.91	181.33	247.49	313.59	398.74
每股收益（元）	0.34	0.60	0.82	1.04	1.32

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	30.99%	1.63%	22.96%	20.36%	27.26%
营业利润	3.78%	88.88%	32.92%	27.34%	27.18%
归属于母公司净利润	3.71%	74.50%	36.49%	26.71%	27.15%
获利能力					
毛利率	15.64%	19.98%	20.92%	21.50%	21.56%
净利率	4.31%	7.40%	8.21%	8.65%	8.64%
ROE	8.86%	14.67%	19.35%	24.42%	29.63%
ROIC	21.44%	22.83%	30.33%	37.77%	46.86%
偿债能力					
资产负债率	32.64%	34.51%	36.31%	41.56%	47.43%
净负债率	-28.04%	-15.43%	-18.05%	-16.87%	-16.13%
流动比率	2.09	1.93	1.99	1.75	1.59
速动比率	1.64	1.48	1.52	1.26	1.16
营运能力					
应收账款周转率	7.97	6.34	7.54	9.02	9.02
存货周转率	9.79	8.93	9.87	9.82	9.92
总资产周转率	1.68	1.34	1.53	1.70	1.90
每股指标（元）					
每股收益	0.34	0.60	0.82	1.04	1.32
每股经营现金流	0.21	0.65	0.97	1.21	1.26
每股净资产	3.88	4.08	4.23	4.24	4.45
估值比率					
市盈率	44.43	25.46	18.65	14.72	11.58
市净率	3.93	3.74	3.61	3.60	3.43
EV/EBITDA	8.05	9.82	13.18	10.46	8.27
EV/EBIT	9.57	11.23	14.20	11.18	8.77

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）

英语类：四六级万词班专四专八雅思等

财经类：初级会计、中级会计、注册会计师、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审

公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360

银行：银行招聘、笔试、面试

教师资格：小学、中学、教师招聘面试

建筑：一建、二建、消防、造价

法考：主观题、客观题

多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容

精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI

课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...

押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计师、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。

资料领取微信：1131084518

行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽晕染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格考试备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

上万 GB 教学资料 (均全套, 非杂乱) 免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等 (全套 1000 多 GB)

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等 (更新超 2000GB)

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料 (超过 2 万 GB)

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	慕泉	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课		泡妞撩汉性福合集

注: 太多了, 无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好:	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器:	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动:	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	乒乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用:	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习:	英语				
电脑 IT:	办公 office	PS 美工教学			

暗号: 666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com



如果群里报告过期

请加**微信**联系我索取最新

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告;
- 2、每日分享当日**华尔街日报、金融时报**
- 3、**如果看到群里报告过期了，请扫码联系**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

